



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino Economico



© Banca centrale europea, 2015

Indirizzo

60314 Frankfurt am Main
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

www.ecb.europa.eu

Questo Bollettino è stato predisposto sotto la responsabilità del Comitato esecutivo della BCE.

Traduzione e pubblicazione a cura della Banca d'Italia.

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 4 marzo 2015.

ISSN 2363-3433 (epub)

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-002-IT-E (epub)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-15-002-IT-N (online)

Grafica e stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia in Roma.



INDICE

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Quadro generale	5
1 Contesto esterno	9
2 Andamenti finanziari	14
3 Attività economica	19
4 Prezzi e costi	24
5 Moneta e credito	30
6 Andamento della finanza pubblica	36

RIQUADRI

Riquadro 1	La valutazione della dinamica dell'inflazione negli Stati Uniti utilizzando la curva di Phillips	39
Riquadro 2	Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 12 novembre 2014 al 27 gennaio 2015	43
Riquadro 3	Recenti movimenti del tasso di cambio effettivo dell'euro	47
Riquadro 4	Fattori alla base delle recenti scelte di risparmio delle famiglie nell'area dell'euro	50
Riquadro 5	La procedura per gli squilibri macroeconomici del 2015	53
Riquadro 6	Effetti del commercio elettronico sull'inflazione	56
Riquadro 7	Seguito della valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2015	60

ARTICOLI

Progressi e possibile impatto delle riforme strutturali nell'area dell'euro	63
Chi detiene cosa? Le nuove informazioni sulle disponibilità in titoli	79

STATISTICHE

SI



QUADRO GENERALE

Al fine di perseguire il mandato della BCE di mantenimento della stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo ha adottato una serie di misure di politica monetaria atte a fornire un grado sufficiente di accomodamento. Dopo le iniziative di politica monetaria adottate dalla BCE fra giugno e settembre 2014 e comprendenti ulteriori riduzioni dei tassi di interesse, l'introduzione delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e gli acquisti di determinate attività del settore privato – nel quadro del Programma di acquisto di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (ABSPP) e del terzo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3) – il Consiglio direttivo ha deciso a gennaio 2015 di estendere il Programma di acquisto di attività (PAA) includendo a partire da marzo le obbligazioni emesse da amministrazioni e agenzie pubbliche dei paesi dell'area dell'euro e da istituzioni europee. Gli acquisti mensili di titoli del settore pubblico e del settore privato ammonteranno nell'insieme a 60 miliardi di euro. Secondo le intenzioni, proseguiranno sino alla fine di settembre 2016 e in ogni caso finché il Consiglio direttivo non riscontri un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione coerente con il proprio obiettivo di conseguire tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

Il programma di acquisto di attività ha già prodotto un sostanziale allentamento delle condizioni finanziarie generali. A dicembre 2014 e per gran parte di gennaio 2015 gli andamenti nei mercati finanziari sono stati determinati in larga misura dalle aspettative degli operatori circa l'annuncio del PAA. In questo contesto i rendimenti dei titoli dell'area dell'euro hanno subito un calo che ha interessato la generalità degli strumenti, delle scadenze e degli emittenti e sono scesi in molti casi su nuovi minimi storici. Il fatto che la flessione dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA abbia coinciso con la crescita di quelli dei corrispondenti titoli statunitensi attesta la perdurante differenziazione fra gli andamenti dei tassi obbligazionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Anche i rendimenti sulle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro con rating più basso sono diminuiti, sebbene la loro volatilità sia aumentata in relazione all'incertezza circa la possibilità per la Grecia di mantenere l'accesso all'assistenza finanziaria. I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie di qualità più elevata (investment grade) hanno continuato a restringersi, mentre quelli degli ABS sono rimasti sostanzialmente stabili. Dopo l'annuncio del PAA, nell'area dell'euro i tassi obbligazionari sono scesi ulteriormente mentre i corsi azionari sono aumentati in misura significativa. Il tasso di cambio dell'euro si è notevolmente indebolito negli ultimi mesi.

Andamenti favorevoli nei mercati finanziari hanno determinato una diminuzione dei costi di raccolta per le banche, che sono stati gradualmente trasmessi ai costi del finanziamento esterno per il settore privato. Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE hanno migliorato le condizioni del finanziamento bancario e i rendimenti sulle obbligazioni bancarie non garantite sono scesi su minimi storici nel quarto trimestre del 2014. Questo miglioramento è stato gradualmente trasmesso ai tassi di interesse bancari sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie (SNF), che nel terzo e quarto trimestre del 2014 hanno registrato un calo sostanziale. La riduzione dei costi di raccolta delle banche e dei tassi di interesse bancari nella seconda metà del 2014 può essere in parte attribuita alle OMRLT, che sono volte a migliorare le posizioni di liquidità delle banche nel più lungo termine e a stimolare la crescita del credito fornito all'economia reale. Le OMRLT avrebbero altresì favorito il restringimento dei margini sui prestiti alle famiglie e alle SNF dell'area dell'euro. Per accrescere l'efficacia delle OMRLT nel sostegno ai prestiti al settore privato, nella riunione di gennaio il Consiglio direttivo ha deciso che il tasso di interesse applicato alle rimanenti OMRLT sarebbe stato pari a quello previsto per le operazioni di rifinanziamento principali

(ORP) dell'Eurosistema e ha pertanto eliminato il differenziale di 10 punti base sul tasso delle ORP applicato per le prime due OMRLT. Le misure di politica monetaria della BCE avrebbero anche ridotto la dispersione fra paesi dei costi di indebitamento, specie per le SNF, anche se le condizioni del credito restano eterogenee fra paesi. Il costo nominale del finanziamento esterno non bancario per le SNF dell'area dell'euro ha continuato a scendere nel quarto trimestre del 2014 e nei primi due mesi del 2015 come conseguenza dell'ulteriore calo del costo sia del finanziamento tramite l'emissione di titoli di debito sia del costo del capitale di rischio.

Le statistiche recenti segnalano anche un rafforzamento della dinamica della moneta e del credito. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è ancora sostenuto dalle sue componenti più liquide, in un contesto di espansione vigorosa dell'aggregato monetario ristretto M1. I prestiti bancari al settore privato hanno proseguito la ripresa, confermando la svolta nella dinamica dei prestiti osservata agli inizi del 2014. In particolare, il calo dei prestiti alle SNF ha continuato ad attenuarsi negli ultimi mesi e la crescita dei prestiti alle famiglie si è stabilizzata su livelli positivi. Inoltre, l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2015 ha confermato la valutazione di un graduale allentamento delle restrizioni all'offerta di credito e di un recupero della domanda di prestiti. Gli andamenti recenti stanno nell'insieme a indicare che le misure di politica monetaria adottate dalla BCE contribuiscono ad allentare le condizioni per la concessione dei prestiti bancari e, più in generale, a ripristinare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

L'ulteriore sostanziale allentamento dell'orientamento di politica monetaria della BCE sostiene e favorisce l'emergere di andamenti economici più favorevoli nell'area dell'euro. La ripresa economica si è gradualmente consolidata nella seconda metà del 2014. La variazione percentuale del PIL in termini reali sul periodo precedente è stata pari allo 0,2 per cento nel terzo trimestre e, secondo la stima rapida dell'Eurostat, allo 0,3 per cento nel quarto, risultato lievemente superiore a quanto atteso in precedenza. Gli indicatori di breve periodo e i risultati delle indagini congiunturali segnalano un ulteriore miglioramento dell'attività economica agli inizi del 2015. L'attività nell'area dell'euro sarebbe stata sorretta dal calo significativo dei corsi petroliferi a partire da luglio 2014. Il miglioramento del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori favorirà la trasmissione efficace delle misure di politica monetaria all'economia reale, contribuendo a migliorare ulteriormente le prospettive di crescita e a ridurre il margine di capacità inutilizzata nell'economia.

La ripresa economica dovrebbe rafforzarsi e ampliarsi gradualmente. L'attività economica dovrebbe accelerare grazie al recente miglioramento del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori, al netto calo dei corsi petroliferi, all'indebolimento del tasso di cambio effettivo dell'euro nonché all'effetto delle recenti misure di politica monetaria della BCE. L'orientamento accomodante della politica monetaria, sostanzialmente rafforzato dal PAA, dovrebbe sorreggere la crescita del PIL in termini reali sia a breve termine sia su un orizzonte temporale più lungo. Si prevede inoltre che l'economia reale tragga gradualmente beneficio dai progressi compiuti in materia di riforme strutturali e risanamento dei conti pubblici e che le esportazioni siano sorrette dai guadagni di competitività di prezzo e dalla ripresa mondiale.

Al tempo stesso, vari fattori continuano a ostacolare una ripresa più robusta dell'attività. Tra questi figurano principalmente il processo di aggiustamento dei bilanci in corso in

diversi settori e il ritmo piuttosto lento di attuazione delle riforme strutturali. Inoltre, l'incertezza perdurante, ancorché in diminuzione, connessa alla crisi del debito sovrano a livello europeo e fattori geopolitici frenano la crescita nell'area dell'euro.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2015¹⁾, che incorporano l'impatto stimato delle misure di politica monetaria, convenzionali e non convenzionali, adottate dal Consiglio direttivo, prevedono una crescita annuale del PIL in termini reali dell'1,5 per cento nel 2015, dell'1,9 per cento nel 2016 e del 2,1 per cento nel 2017. Rispetto all'esercizio di dicembre 2014 svolto dagli esperti dell'Eurosistema, le previsioni per il tasso di crescita per il PIL in termini reali nel 2015 e 2016 sono state riviste al rialzo di riflesso agli effetti favorevoli del calo delle quotazioni petrolifere, all'indebolimento del tasso di cambio effettivo dell'euro e all'impatto delle recenti misure di politica monetaria. Secondo la valutazione del Consiglio direttivo, i rischi per le prospettive economiche rimangono orientati verso il basso anche se si sono ridotti dopo alle ultime decisioni del Consiglio direttivo e alla caduta dei corsi petroliferi.

Sulla base delle informazioni correnti, ci si attende che l'inflazione resti su livelli molto bassi o negativi nei prossimi mesi. I corsi petroliferi sono un importante fattore alla base del passaggio in territorio negativo dell'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) negli ultimi mesi. Secondo la stima rapida di Eurostat, a febbraio 2015 l'inflazione calcolata sullo IAPC è salita a -0,3 per cento (da -0,6 in gennaio) e il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto sostanzialmente stabile allo 0,6 per cento.

I tassi di inflazione dovrebbero aumentare gradualmente nel prosieguo dell'anno. Si prevede in primo luogo che, per la graduale fuoriuscita dei precedenti cali dei prezzi dei beni energetici dal calcolo dell'inflazione sui dodici mesi (e a condizione che i corsi petroliferi aumentino nell'orizzonte di proiezione in linea con l'inclinazione ascendente della curva dei contratti future per le quotazioni del greggio), i prezzi dell'energia cessino di influire negativamente sull'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nel 2015 e ne determinino un aumento nel 2016 e 2017. Questo incremento atteso è dovuto in larga parte all'inversione nell'andamento dei prezzi dei beni energetici e dovrebbe fare altresì seguito al consolidamento della ripresa economica favorito dalle recenti decisioni di politica monetaria. Si prevede che andamenti economici più robusti determinino un restringimento considerevole dell'output gap negativo e quindi una crescita più vigorosa dei margini di profitto e dei redditi per occupato. L'aumento dell'inflazione dovrebbe essere inoltre favorito dai rincari delle materie prime non energetiche e dagli effetti ritardati dell'indebolimento del tasso di cambio dell'euro.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2015 prevedono che l'inflazione misurata sullo IAPC si collochi, in media d'anno, allo 0,0 per cento nel 2015, all'1,5 per cento nel 2016 e all'1,8 per cento nel 2017. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate a dicembre 2014, le previsioni per l'inflazione nel 2015 sono state riviste al ribasso riflettendo principalmente la caduta dei corsi petroliferi mentre quelle per il 2016 sono state corrette al rialzo, in parte per l'impatto atteso delle misure di politica monetaria.

1) Cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2015* pubblicato sul sito Internet della BCE il 5 marzo 2015.

Le proiezioni macroeconomiche di marzo 2015 formulate dagli esperti della BCE sono subordinate alla piena attuazione delle misure di politica monetaria della BCE. Il

Consiglio direttivo continuerà a tenere sotto stretta osservazione i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi nel medio periodo, in particolare per quanto riguarda la trasmissione delle misure di politica monetaria, gli sviluppi geopolitici e l'evoluzione del tasso di cambio e dei prezzi dell'energia.

L'attenzione della politica monetaria è al momento concentrata sull'attuazione delle misure decise dal Consiglio direttivo a gennaio. Nella riunione del 5 marzo 2015, sulla base della consueta analisi economica e monetaria e in linea con le indicazioni prospettiche (forward guidance), il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse della BCE e ha fornito ulteriori informazioni sugli aspetti attuativi del PAA. Gli acquisti di titoli del settore pubblico nel mercato secondario nell'ambito di questo programma sono iniziati il 9 marzo 2015.

I CONTESTO ESTERNO

La crescita mondiale si rafforza gradualmente, ma a ritmi diversi nelle varie economie. Da un lato il calo significativo dei corsi petroliferi dovrebbe stimolare l'attività globale, con il sostegno delle prospettive di espansione vigorosa negli Stati Uniti. Dall'altro il deterioramento della situazione in alcuni mercati emergenti pesa sulle prospettive per la crescita internazionale. L'inflazione su scala mondiale si è moderata negli ultimi mesi. I tassi di inflazione sui dodici mesi resteranno presumibilmente bassi a breve termine, dati i precedenti cali dei corsi petroliferi, per poi aumentare solo gradualmente in seguito, con il procedere della ripresa globale. I rischi per l'attività internazionale restano orientati verso il basso.

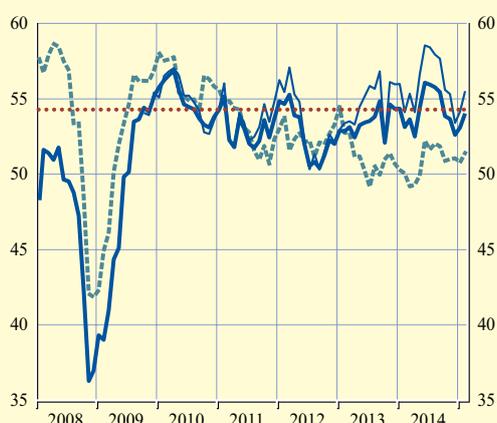
La ripresa dell'economia mondiale prosegue a un ritmo graduale. Dopo l'intensificazione della crescita globale alla metà del 2014, le statistiche nazionali disponibili indicano un lieve indebolimento al di fuori dell'area dell'euro verso la fine dello scorso anno e le indagini più recenti segnalano una dinamica stabile agli inizi del 2015. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) esclusa l'area dell'euro è salito lievemente in febbraio, anche se permangono differenze tra regioni (cfr. figura 1).

Il calo dei prezzi del petrolio dovrebbe stimolare la domanda mondiale. Il prezzo del greggio di qualità Brent è diminuito nettamente fra dicembre e gennaio, per poi risalire leggermente in febbraio. Il 4 marzo del 2015 era pari a 61 dollari, quasi la metà rispetto a un anno prima (cfr. figura 2). Stando alla curva dei contratti future, gli operatori hanno previsto un aumento graduale delle quotazioni petrolifere negli anni a venire. Se il calo dei prezzi del petrolio nell'ultimo anno può essere attribuito in parte alla dinamica relativamente modesta della domanda mondiale, la determinante principale della flessione è connessa alla crescita dell'offerta. Le forniture abbondanti di petrolio di scisto del Nord America, la produzione superiore al pre-

Figura 1 PMI composito del prodotto mondiale

(indice di diffusione)

- mondiale esclusa l'area dell'euro
- ... mondiale esclusa l'area dell'euro – media a lungo termine
- - - economie dei mercati emergenti
- economie avanzate esclusa l'area dell'euro



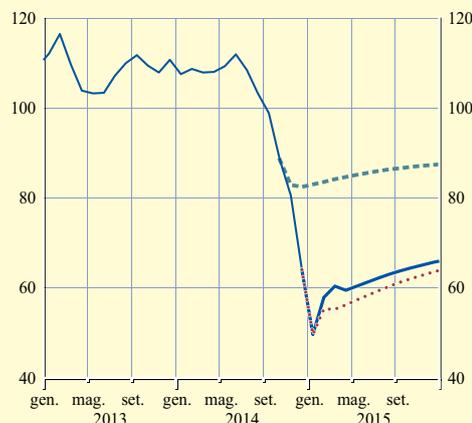
Fonte: Markit.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2015. La "media a lungo termine" si riferisce al periodo a partire dal 1999; "economie dei mercati emergenti" si riferisce a Brasile, Cina, India e Russia; "economie avanzate" si riferisce a Giappone, Stati Uniti e Regno Unito.

Figura 2 Prezzi correnti e future del petrolio

(in dollari USA per barile)

- al 4 marzo 2015
- ... proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo 2015
- - - proiezioni macroeconomiche dell'Eurosistema di dicembre 2014
- prezzi correnti



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: dati mensili; le ultime osservazioni per i prezzi correnti del petrolio si riferiscono a febbraio 2015.

visto in Russia, Libia e Iraq, nonostante le tensioni geopolitiche e la decisione di non ridurre i quantitativi prodotti adottata dall'OPEC nella riunione di novembre 2014, hanno contribuito a una rivalutazione delle dinamiche della domanda e dell'offerta da parte degli operatori e al forte calo dei corsi petroliferi. I prezzi più bassi del petrolio dovrebbero beneficiare i paesi consumatori netti e gravare sulle prospettive dei paesi esportatori. Nell'insieme è tuttavia probabile che sostengano la domanda mondiale in quanto i paesi importatori di petrolio, i quali traggono beneficio dai ribassi, hanno una propensione al consumo generalmente superiore a quella dei paesi esportatori di tale materia prima.

La robusta crescita negli Stati Uniti sostiene altresì le prospettive per l'economia mondiale. L'attività è rimasta vigorosa nell'ultimo trimestre del 2014, trainata dai consumi privati e dagli investimenti in edilizia residenziale. Anche il mercato del lavoro ha continuato a migliorare e l'occupazione è cresciuta a ritmi robusti. Si prevede in prospettiva che, nonostante l'azione di freno esercitata dall'apprezzamento del dollaro sulla dinamica delle esportazioni, la domanda interna registri un'espansione sostenuta grazie al perdurare di condizioni finanziarie accomodanti e alla moderazione del drenaggio fiscale. L'esaurirsi del processo di riduzione della leva finanziaria delle famiglie, i perduranti miglioramenti ottenuti nel mercato del lavoro e in quello delle abitazioni e il contributo positivo ai redditi reali derivante dal calo dei prezzi del petrolio dovrebbero sostenere i consumi privati. È probabile che il miglioramento del clima di fiducia, il rafforzamento della domanda e i bassi tassi di interesse stimolino gli investimenti delle imprese, compensando la minore spesa per investimenti nei settori connessi alla produzione di petrolio di scisto.

Anche nella maggior parte delle altre economie avanzate al di fuori dell'area dell'euro si registra un rafforzamento della crescita. In Giappone, dopo il calo che ha fatto seguito all'aumento dell'IVA nell'aprile dello scorso anno, l'attività ha ripreso a crescere nel quarto trimestre del 2014. In prospettiva si prevede che le determinanti di fondo della crescita si rafforzino lentamente, beneficiando dell'incremento dei redditi reali delle famiglie derivante dal calo dei prezzi petroliferi, dell'impulso alle esportazioni fornito dal recente deprezzamento dello yen e del minore drenaggio fiscale conseguente all'annunciata attuazione di ulteriori misure di stimolo da parte del governo nel prossimo esercizio finanziario. Anche nel Regno Unito l'economia continua a espandersi a ritmi relativamente vigorosi, nonostante un lieve indebolimento nel quarto trimestre del 2014. In prospettiva, anche se la crescita dovrebbe essere frenata dai perduranti sforzi di risanamento dei conti pubblici, il calo dei prezzi dell'energia e l'accelerazione della dinamica salariale dovrebbero sostenere i redditi disponibili reali e i consumi privati. Si prevede inoltre che la ripresa della domanda e l'allentamento delle condizioni del credito stimolino gli investimenti delle imprese. Al tempo stesso il repentino apprezzamento del franco svizzero dopo la decisione di abbandonare l'obiettivo di un tasso minimo per il cambio con l'euro adottata dalla Banca nazionale svizzera in gennaio dovrebbe esercitare un impatto avverso significativo sulle prospettive economiche del paese, principalmente attraverso un calo delle esportazioni.

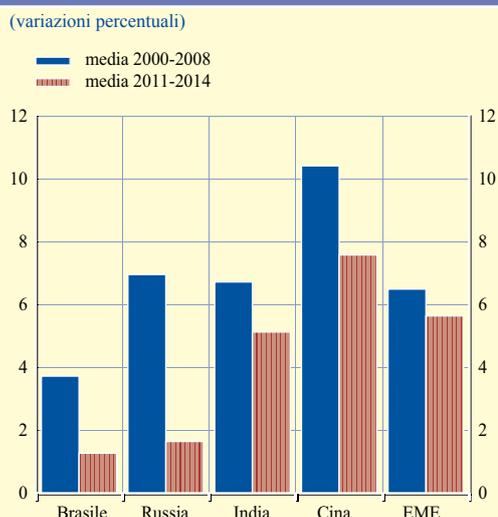
Le prospettive a breve termine sono migliorate per alcune economie emergenti, specialmente per quelle importatrici di petrolio. In Cina mentre il rallentamento nel mercato delle abitazioni ha pesato sulla crescita nel quarto trimestre del 2014, il calo dei corsi petroliferi, il perdurante vigore dei consumi, il recente accomodamento monetario e il contenuto stimolo fiscale dovrebbero fornire un lieve sostegno temporaneo all'economia. La classe dirigente cinese ha tuttavia posto un'enfasi crescente sulla necessità di affrontare le fragilità finanziarie e gli squilibri macroeconomici in una prospettiva di più lungo periodo. In un contesto in cui l'economia si porta su un sentiero di crescita più sostenibile, è probabile che si verifichi una

moderazione dell'attività. La minore espansione in Cina avrà effetti di secondo impatto sulle economie asiatiche con le quali il paese ha stretti legami economici e finanziari, ma molti mercati emergenti in Asia dovrebbero beneficiare nel breve periodo del contributo al reddito disponibile reale fornito dal calo dei corsi petroliferi. In particolare, in India gli indicatori del clima di fiducia restano elevati in presenza di segnali di un migliorato impulso della crescita. Il paese è un importatore di petrolio e trarrà quindi vantaggio dal calo delle quotazioni petrolifere, che contribuirà a contenere sia l'inflazione sia il disavanzo di conto corrente e permetterà al tempo stesso al governo di ridurre le sovvenzioni per il carburante e sostenere le azioni di risanamento dei conti pubblici. Anche le economie dell'Europa centrale e orientale dovrebbero beneficiare di un rafforzamento della domanda interna, poiché si prevede che la migliore dinamica del mercato del lavoro e il recente calo dei corsi petroliferi sostengano i consumi delle famiglie.

Nel resto del mondo le prospettive per l'attività si sono indebolite. In America latina le prospettive a medio termine sembrano essere più fragili di quanto ci si attendesse in precedenza dopo un periodo di crescita deludente in considerazione del fatto che la crescita è stata frenata da strozzature dal lato dell'offerta e da elevati squilibri macroeconomici interni in alcune delle principali economie (cfr. figura 3). Il calo dei corsi petroliferi, inoltre, sta pesando sulle prospettive dei paesi esportatori. In particolare in Russia le recenti turbolenze nei mercati finanziari dovrebbero provocare una recessione nel 2015. Il netto deprezzamento del rublo e l'inasprimento monetario faranno salire in misura considerevole i costi di finanziamento e questo potrebbe esacerbare i problemi finanziari delle imprese già esposte a sanzioni che ne limitano l'accesso ai mercati finanziari esteri. I consumi delle famiglie risentiranno prevedibilmente dei tassi di inflazione elevati, che pesano sul reddito disponibile reale. In un contesto in cui il clima di fiducia delle imprese è depresso e l'incertezza rimane elevata, si prevede un calo degli investimenti. Nel medio periodo i minori prezzi dell'energia potrebbero compromettere gli investimenti nell'esplorazione dei depositi di petrolio e gas. Tali andamenti dovrebbero esercitare un impatto negativo sulla domanda estera per l'area dell'euro.

Il commercio mondiale ha perso lievemente slancio verso la fine del 2014 e dovrebbe riprendersi solo gradualmente. I volumi di importazioni globali di beni sono aumentati dell'1,3 per cento in dicembre nella media mobile di tre mesi sul trimestre precedente. Il PMI mondiale per i nuovi ordinativi dall'estero, che era diminuito nei mesi precedenti, ha recuperato a dicembre 2014 e si è stabilizzato a gennaio 2015, a indicare la migliore tenuta del commercio mondiale al volgere dell'anno. Più a lungo termine, l'interscambio globale dovrebbe rafforzarsi a un ritmo molto moderato. Negli ultimi anni la sua dinamica è stata frenata dalla debolezza ciclica degli investimenti delle imprese, che hanno di norma un elevato contenuto di importazioni. Al tempo stesso ha risentito di fattori strutturali, poiché le imprese hanno ridotto la complessità e la lunghezza delle catene produttive e quindi l'espansione di queste ultime non fornisce più lo stesso so-

Figura 3 Crescita del PIL reale nelle economie di mercato emergenti



Fonte: banca dati del *World Economic Outlook* dell'FMI.
Nota: la sigla EME indica le economie dei mercati emergenti e in via di sviluppo come definite dall'FMI.

stegno dato in passato alla crescita del commercio mondiale. È di conseguenza prevedibile che il ritmo di espansione dell'interscambio aumenti, in un contesto in cui la fase di debolezza ciclica viene meno e gli investimenti globali registrano una ripresa; ciò tuttavia senza tornare probabilmente sui livelli degli anni novanta e del decennio successivo, quando l'integrazione dei grandi mercati emergenti nell'economia mondiale aveva notevolmente ampliato le opportunità commerciali su scala internazionale.

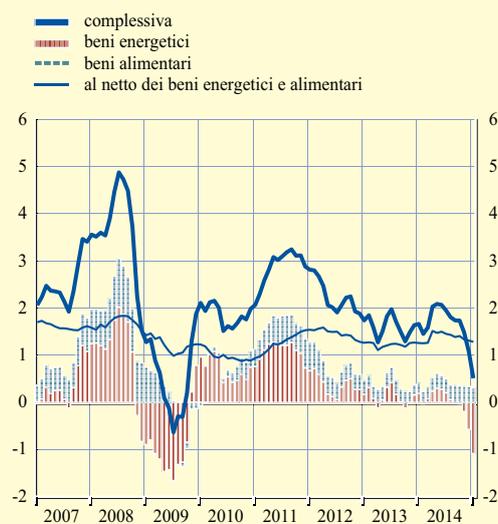
Si prevede nell'insieme un graduale rafforzamento della ripresa mondiale. Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2015 prevedono un incremento della crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dal 3,6 per cento del 2014 a circa il 4 per cento nel 2016 e nel 2017¹⁾. La domanda estera per l'area dell'euro dovrebbe salire dal 2,8 per cento nel 2014 al 5,1 per cento nel 2017. Le aspettative per la domanda estera e la crescita mondiale sono sostanzialmente invariate rispetto alle proiezioni di dicembre 2014. Ciò rispecchia il fatto che, stando alle attese, lo stimolo per la domanda mondiale fornito dal calo dei corsi petroliferi sarà in generale più che compensato dalle prospettive meno favorevoli in alcuni mercati emergenti.

I rischi per le prospettive dell'attività mondiale rimangono orientati verso il basso. Se l'impatto del calo delle quotazioni petrolifere sulle prospettive per la crescita mondiale potrebbe essere maggiore di quello considerato nelle proiezioni macroeconomiche di marzo 2015 formulate dagli esperti della BCE, negli Stati Uniti gli operatori continuano ad attendersi aumenti dei tassi di interesse a ritmi più lenti di quelli previsti nelle ultime proiezioni del FOMC. Come indicato nel riquadro 1, si prevede che negli Stati Uniti le spinte inflazionistiche rimangano contenute. Esiste tuttavia incertezza quanto al margine di capacità produttiva inutilizzata nell'economia e alla misura in cui un aumento della domanda possa intensificare le pressioni salariali e inflazionistiche. Una normalizzazione delle politiche monetarie più rapida rispetto alle attese correnti degli operatori potrebbe far mutare la percezione del rischio. In Cina, la forte espansione del credito e l'alto grado di leva comportano rischi per la stabilità finanziaria. Le prospettive restano anche gravate da rischi geopolitici e uno scenario di nuovo aumento delle tensioni tra la Russia e l'Ucraina avrebbe implicazioni sfavorevoli per la crescita mondiale.

L'inflazione mondiale è diminuita negli ultimi mesi, riflettendo principalmente il calo dei prezzi dell'energia. Nell'area dell'OCSE l'inflazione al consumo sui dodici mesi è diminuita, portandosi allo 0,5 per cento a gennaio

Figura 4 Inflazione dell'area OCSE

(variazioni percentuali sui dodici mesi e contributi in punti percentuali)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.
 Note: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2015. Il calcolo dei contributi si basano su elaborazioni degli esperti della BCE.

1) Cfr. le "Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro" disponibili all'indirizzo <http://www.ecs.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections2015en.pdf>

2015. Nel contempo il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto più stabile (cfr. figura 4). Al di fuori dell'OCSE l'inflazione si è moderata negli ultimi mesi anche in Cina, dove perdurano generali pressioni disinflazionistiche, ed è invece aumentata in altre grandi economie emergenti, nelle quali il deprezzamento della moneta locale ha fatto salire i prezzi all'importazione o la scarsa credibilità della politica monetaria nazionale ha trovato riflesso in perduranti aspettative di inflazione elevata.

L'inflazione mondiale dovrebbe rimanere bassa a breve termine e aumentare solo gradualmente nel periodo successivo. La perdurante debolezza dei prezzi delle materie prime dovrebbe contribuire a mantenere bassa l'inflazione mondiale nel breve periodo. Successivamente, la prevista ripresa dell'attività economica globale dovrebbe ridurre il margine di capacità produttiva inutilizzata. Inoltre, la curva dei prezzi dei contratti future sul petrolio segnala un lieve recupero negli anni a venire, al pari di quella dei prezzi dei future per le materie prime non petrolifere.

2 ANDAMENTI FINANZIARI

Nel dicembre 2014 e per gran parte di gennaio 2015 gli andamenti finanziari sono stati principalmente determinati dalle aspettative del mercato in merito al programma ampliato di acquisto di attività (PAA) annunciato in seguito alla riunione del Consiglio direttivo della BCE il 22 gennaio 2015. Ancor prima dell'annuncio del PAA, i rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro erano diminuiti per tutte le tipologie di strumenti, di scadenze e di emittenti, raggiungendo nuovi minimi storici in molti casi. I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area con rating AAA sono diminuiti, mentre i rendimenti degli omologhi titoli statunitensi sono aumentati, con un conseguente ulteriore ampliamento del relativo differenziale. I rendimenti delle obbligazioni sovrane dell'area a più basso merito di credito sono anch'essi diminuiti ma hanno evidenziato una maggiore volatilità, legata all'incertezza relativa alla possibilità per la Grecia di continuare ad accedere al sostegno finanziario. Dopo l'annuncio del PAA, in febbraio e marzo i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno continuato a scendere. Inoltre, le quotazioni azionarie nell'area hanno segnato un netto rialzo. L'euro si è sensibilmente deprezzato.

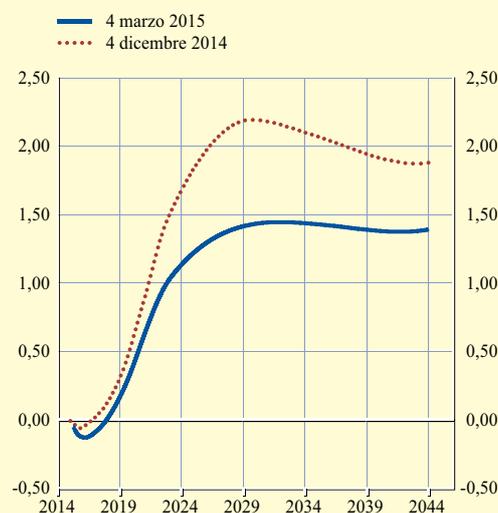
L'Eonia è sceso tra il dicembre 2014 e gli inizi di marzo 2015 a fronte di un aumento della liquidità in eccesso. Si è collocato in media al -0,04% nel periodo, un livello inferiore di circa 3 punti base alla media dei tre mesi precedenti. Il riquadro 2 esamina più dettagliatamente le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria.

L'annuncio del PAA e le aspettative che lo hanno preceduto hanno determinato un significativo calo dei tassi a termine sull'Eonia nel periodo in esame. Tra gli inizi di dicembre 2014 e gli inizi di marzo 2015 l'inclinazione della curva a termine dell'Eonia è pertanto divenuta più negativa, con un punto di inversione pari a -0,15 per cento nei primi otto mesi del 2016, molto vicino all'attuale tasso sui depositi presso la banca centrale del -0,20 per cento (cfr. figura 5). Questi andamenti sono coerenti con l'aspettativa degli operatori di un incremento significativo ma graduale della liquidità in eccesso a seguito dell'annuncio del PAA. Rispetto agli inizi di dicembre 2014, agli inizi di marzo 2015 il momento in cui i mercati si aspettavano che l'Eonia tornasse a livelli positivi si è spostato di 7 mesi, dal luglio 2017 al febbraio 2018. Un'evoluzione sostanzialmente analoga si è registrata per l'andamento futuro dell'Euribor a tre mesi.

I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA sono anch'essi diminuiti, grazie alle aspettative relative all'annuncio del PAA (cfr. figura 6). Tuttavia, essendo direttamente interessati dall'APP, e beneficiando altresì delle riduzioni dei premi per il rischio di liquidità, i rendimenti dei titoli di Stato con rating AAA a più lungo termine sono diminuiti in misura leggermente maggiore rispetto ai tassi swap sull'Eonia. Di conseguenza, i rendimenti delle obbligazioni sovrane a 10 e 30 anni con rating AAA sono diminuiti tra gli inizi di di-

Figura 5 Tassi a termine Eonia

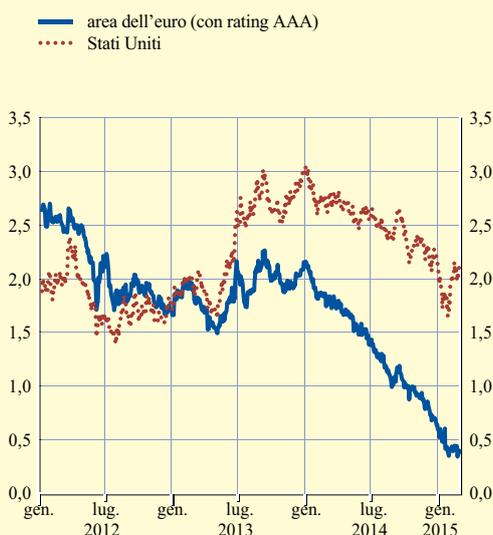
(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura 6 Rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni

(percentuali in ragione d'anno)

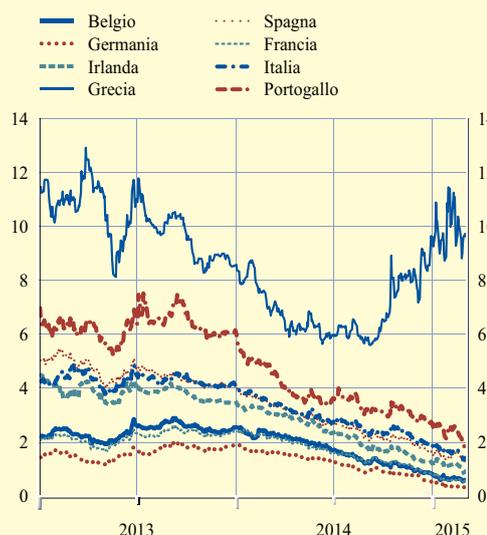


Fonti: EuroMTS, BCE e Bloomberg.

Nota: per l'area dell'euro sono considerati soltanto i titoli di stato con rating AAA, che attualmente comprendono i titoli di Austria, Finlandia, Germania e Paesi Bassi.

Figura 7 Rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni in alcuni paesi dell'area dell'euro

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters.

cembre e gli inizi di marzo di circa 50 punti base, collocandosi allo 0,4 e all'1,1 per cento rispettivamente il 4 marzo. I rendimenti delle obbligazioni a più breve termine, come i titoli di Stato a due anni con rating AAA, sono parimenti scesi, portandosi in territorio negativo in alcuni paesi.

Anche i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro a più basso rating (ad eccezione di quelli greci) sono diminuiti, ma hanno evidenziato una maggiore volatilità. Tra gli inizi di dicembre 2014 e gli inizi di marzo 2015, le flessioni dei rendimenti sono state tendenzialmente più marcate per le obbligazioni pubbliche a più basso rating rispetto a quelle con merito di credito più elevato, in parte per effetto del rafforzarsi della “ricerca di rendimento” in un contesto di rendimenti bassi e in calo. Sebbene la maggiore incertezza legata alla possibilità per la Grecia di continuare ad accedere ai programmi di finanziamento abbia esercitato pressioni al rialzo sui rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro a più basso rating (cfr. figura 7), il nuovo accordo raggiunto nell'Eurogruppo alla fine di febbraio 2015 ha generalmente contribuito a contenere tali pressioni. In particolare, i differenziali tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali greci e tedeschi sono aumentati di circa 250 punti base tra gli inizi di dicembre 2014 e gli inizi di marzo 2015, mentre gli equivalenti spread tra i titoli di Stato tedeschi e quelli degli altri paesi dell'area dell'euro sono rimasti stabili o sono diminuiti.

L'incertezza sul mercato dei titoli di Stato dell'area dell'euro è lievemente aumentata, come indicato da un leggero incremento della volatilità implicita nei prezzi delle opzioni. Ciò potrebbe riflettere l'incertezza in merito alla possibilità per la Grecia di continuare a finanziarsi, nonché una certa incertezza in relazione agli specifici dettagli dell'attuazione del PAA.

La divergenza tra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e quelli delle obbligazioni sovrane statunitensi ha continuato ad aumentare. Il differenziale di rendimento tra le obbligazioni degli Stati Uniti e quelle dell'area dell'euro con rating AAA si è ampliato tra gli inizi di dicembre 2014 e gli inizi di marzo 2015, collocandosi a circa 180 punti base agli inizi di marzo. Tale spread ha iniziato ad allargarsi a metà 2013 e da allora la tendenza alla divergenza è proseguita, fino a portare il differenziale ai livelli massimi dall'inizio della serie storica (settembre 2004). La divergenza dei rendimenti è coerente con la crescente percezione secondo cui le due economie si trovano in fasi diverse del ciclo economico e con le aspettative di mercato sulla futura politica monetaria nelle due aree.

Gli spread delle obbligazioni societarie investment grade hanno continuato a diminuire. I differenziali delle obbligazioni societarie, di emittenti sia finanziari sia non finanziari, sono ulteriormente diminuiti negli ultimi mesi (cfr. figura 8) e sono quindi rimasti bassi, prossimi ai livelli osservati prima dello scoppio della crisi finanziaria. Ciò è stato probabilmente alimentato da aspettative secondo cui il PAA avrebbe prodotto effetti di ricomposizione di portafoglio e, di conseguenza, una maggiore ricerca di rendimento. Inoltre, il PAA potrebbe ridimensionare ulteriormente il costo del finanziamento e incrementare i ricavi delle imprese, riducendo in tal modo la probabilità percepita di un'insolvenza sulle rispettive obbligazioni. I differenziali per gli emittenti del settore finanziario sono diminuiti in misura maggiore di quelli relativi agli emittenti non finanziari, riflettendo forse la fiducia dei mercati sui progressi compiuti con la ricapitalizzazione in atto delle istituzioni finanziarie nell'area dell'euro (cfr. anche la Sezione 5 sulla moneta e sul credito). Gli spread sulle attività cartolarizzate (ABS) sono rimasti sostanzialmente stabili.

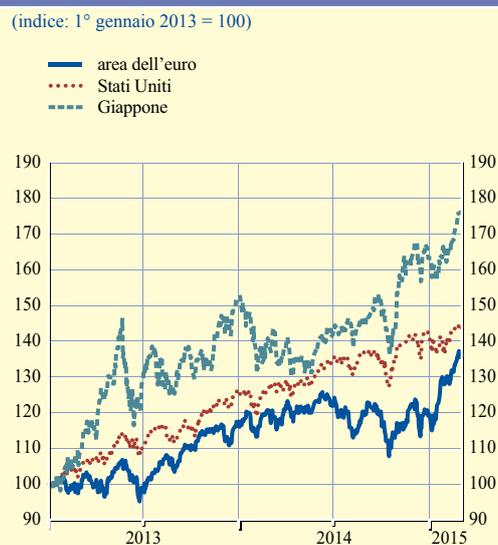
Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro hanno segnato un netto rialzo. Tra gli inizi di dicembre 2014 e gli inizi di marzo 2015 l'incremento è stato di circa il 13,0 per cento,

Figura 8 Differenziali corretti per le opzioni di obbligazioni societarie dell'area dell'euro denominate in euro



Fonti: iBoxx e BCE.

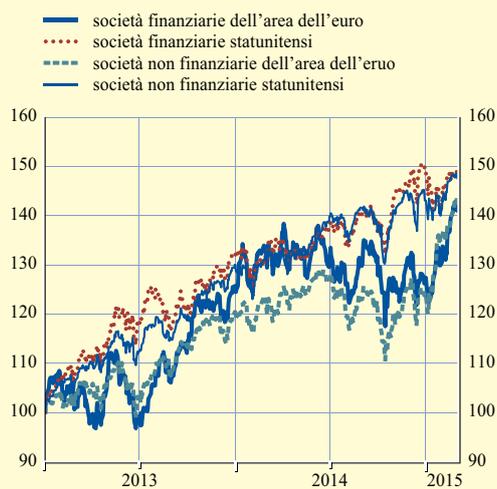
Figura 9 Indici dei corsi azionari



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: indice ampio Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone. L'ultima osservazione è del 4 marzo 2015.

Figura 10 Indici azionari settoriali

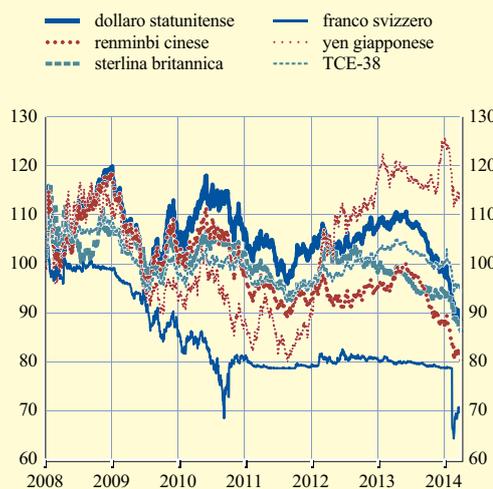
(1° gennaio 2013 = 100)



Fonte: Thomson Reuters.
Nota: basata sugli indici di mercato Datastream.

Figura 11 Tassi di cambio dell'euro rispetto ad alcune valute

(1° dicembre 2008 = 100)



Fonti: BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 4 marzo 2015. TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute di 38 dei principali partner commerciali dell'area dell'euro.

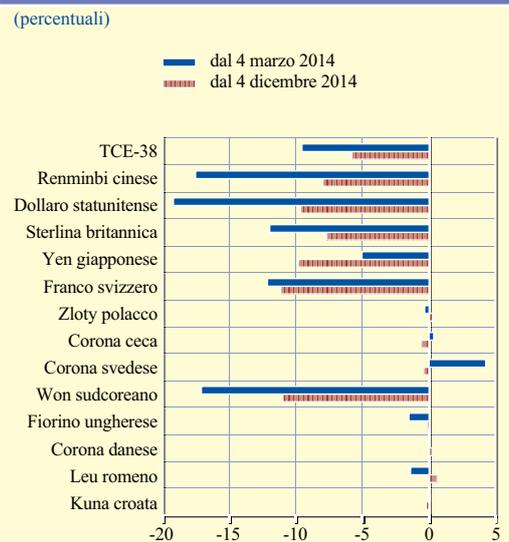
superiore a quelli registrati negli Stati Uniti e in Giappone (cfr. figura 9). La maggior parte dei guadagni nell'area dell'euro è stata registrata immediatamente dopo l'annuncio del PAA (che ha provocato un calo del costo futuro atteso del finanziamento, con un conseguente effetto positivo sul valore attualizzato degli utili societari futuri attesi). A fine febbraio il fatto che l'Eurogruppo abbia accettato di estendere il programma di sostegno finanziario della Grecia ha ulteriormente contribuito all'incremento della propensione al rischio. Ciò nonostante, i rapporti prezzo/valore contabile delle azioni dell'area dell'euro rimangono inferiori ai livelli osservati prima della crisi finanziaria, a indicazione del fatto che gli investitori continuano a nutrire aspettative alquanto modeste sul futuro andamento degli utili societari e/o che richiedono ancora una remunerazione relativamente elevata per il rischio di investire in azioni. Ciò vale in particolare per le azioni di società finanziarie, i cui prezzi rimangono nettamente inferiori ai picchi osservati prima della crisi finanziaria. L'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è lievemente aumentata sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti nel periodo in esame.

I rialzi delle quotazioni azionarie sono stati maggiori per i titoli di emittenti non finanziari che per quelli di imprese finanziarie. I prezzi delle azioni di società finanziarie sono saliti di circa il 10 per cento tra gli inizi di dicembre 2014 e gli inizi di marzo 2015, mentre quelli delle imprese non finanziarie sono aumentati di poco più del 14%. La relativa debolezza del settore finanziario ha riguardato il periodo antecedente l'annuncio dell'APP; in seguito i corsi azionari dei due settori hanno mostrato andamenti sostanzialmente paralleli (cfr. figura 10).

Il tasso di cambio effettivo dell'euro si è indebolito ulteriormente negli ultimi mesi. Il deprezzamento dell'euro iniziato nel maggio 2014 è proseguito, in particolare nel periodo precedente la riunione del Consiglio direttivo del gennaio 2015, riflettendo aspettative

di mercato circa l'imminenza di decisioni di politica monetaria. Nel complesso, agli inizi di marzo il tasso di cambio effettivo dell'euro si è attestato su un livello inferiore di circa il 10% rispetto a quello registrato un anno prima. Il riquadro 3 analizza le recenti variazioni del tasso di cambio effettivo dell'euro. Con riferimento all'andamento dei tassi di cambio bilaterali, l'euro si è deprezzato di circa il 10% rispetto al dollaro tra il dicembre 2014 e gli inizi di marzo 2015. L'euro si è altresì indebolito significativamente nei confronti del franco svizzero in seguito all'abbandono da parte della Banca nazionale svizzera dell'obiettivo di cambio minimo di 1,20 franchi svizzeri per un euro a metà gennaio. Nel periodo in esame la corona danese ha continuato a essere scambiata a una quotazione prossima al tasso di cambio centrale nell'ambito dell'AEC II (Accordi europei di cambio); nel contempo, la Danmarks Nationalbank è intervenuta sui mercati valutari e ha ridotto il tasso di interesse sui certificati di deposito cinque volte. Inoltre, il 30 gennaio l'emissione di titoli di Stato danesi è stata sospesa fino a nuovo avviso. Al tempo stesso, l'euro si è sensibilmente apprezzato nei confronti del rublo russo.

Figura 12 Variazioni dei tassi di cambio dell'euro rispetto ad alcune valute



Fonte: BCE.

Nota: variazioni percentuali al 4 marzo 2015. TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute di 38 dei principali partner commerciali dell'area dell'euro.

3 ATTIVITÀ ECONOMICA

A partire dalla metà del 2014 la ripresa economica dell'area dell'euro ha mostrato un graduale consolidamento, i mercati del lavoro sono migliorati e una serie di fattori ha recentemente fornito un maggiore sostegno all'attività dell'area. Il calo dei prezzi del petrolio sta rafforzando il reddito reale disponibile, sostenendo i consumi privati. L'attuale deprezzamento del tasso di cambio dell'euro ha favorito le esportazioni. Il recente annuncio dell'espansione del programma di acquisto degli asset dovrebbe contribuire ulteriormente a favorire le condizioni finanziarie e a migliorare l'accesso al credito. In una prospettiva futura, ci si aspetta che l'attività economica continui a rafforzarsi nel corso del 2015 e oltre, trainata dalla domanda interna ed estera, mentre la disoccupazione rimarrebbe su livelli elevati. In un tale contesto, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE per marzo 2015 prevedono una prospettiva di crescita più forte rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2014.

Nel secondo semestre del 2014 la domanda interna si è rafforzata. Il PIL reale è aumentato dello 0,3 per cento nel quarto trimestre, in termini congiunturali, dopo un aumento dello 0,2 nel terzo trimestre del 2014. Di conseguenza, dopo sette trimestri consecutivi di crescita, il PIL dell'area dell'euro nel quarto trimestre del 2014 è tornato sui livelli registrati nel primo trimestre del 2011, circa due punti percentuali al di sotto dei livelli appena precedenti la crisi del 2008 (cfr. figura 13). Inoltre, l'intensità della ripresa si conferma disomogenea tra gli Stati membri. Pur in assenza di dati disponibili sulla scomposizione dei conti, al momento della pubblicazione del presente bollettino economico, gli indicatori economici e i dati nazionali suggeriscono che la domanda interna abbia continuato a contribuire positivamente alla crescita nel quarto trimestre del 2014. Anche le esportazioni nette sembrano aver fornito un contributo positivo, beneficiando del deprezzamento dell'euro.

Figura 13 PIL in termini reali dell'area dell'euro

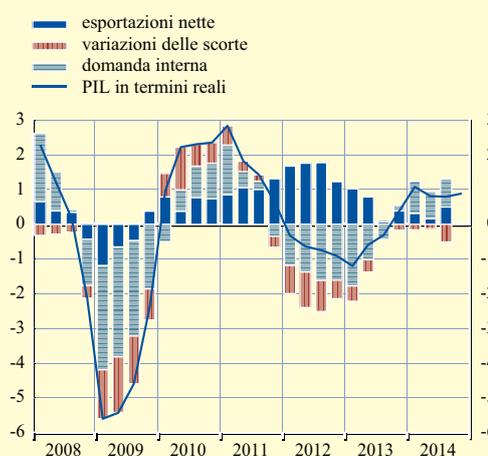
(indice 1° trim. 2008 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 14 Crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali e sue componenti

(variazioni percentuali e contributi in punti percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati fino al terzo trimestre 2014 non sono stagionalizzati, né corretti per il numero delle giornate lavorative. La crescita del PIL per il quarto trimestre del 2014 è stimata sulla base della stima rapida dell'Eurostat, che è destagionalizzata e tiene conto delle giornate lavorative.

I presupposti per l'attuale ripresa economica si sono rafforzati molto negli ultimi mesi. In primo luogo il forte calo dei prezzi del petrolio, dovuto principalmente a fattori legati all'offerta, contribuisce all'aumento sostanziale del reddito disponibile reale. In secondo luogo, la domanda interna beneficerà ancora dell'orientamento accomodante della politica monetaria, che porta a continui miglioramenti delle condizioni finanziarie e delle condizioni di offerta del credito. In terzo luogo, si prevede che l'attività dell'area dell'euro sia sempre più sostenuta dal graduale rafforzamento della domanda estera e dal deprezzamento dell'euro. Oltre a ciò, fattori quali una domanda mondiale debole e gli aggiustamenti di bilancio del settore privato e di quello pubblico, che avevano contribuito negli ultimi anni a un periodo prolungato di crescita molto debole del PIL reale, stanno gradualmente invertendo la tendenza esercitando un'influenza più positiva sull'attività economica nell'area dell'euro. In un tale contesto, la fiducia dei consumatori e delle imprese è tornata a livelli molto superiori a quelli osservati alla fine del 2012.

Questi sviluppi positivi si riflettono anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE per marzo 2015¹⁾. Secondo le proiezioni, la ripresa economica nell'area dovrebbe rafforzarsi gradualmente nei prossimi tre anni, con contributi positivi alla crescita da parte della domanda interna ed estera. Le recenti misure di politica monetaria della BCE dovrebbero fornire un forte sostegno all'attività nel breve e medio periodo, attraverso una serie di canali. Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE per marzo 2015, il PIL reale annuale nell'area dell'euro dovrebbe aumentare dell'1,5 per cento nel 2015, dell'1,9 per cento nel 2016 e del 2,1 per cento nel 2017 (cfr. figura 15).

Alla fine dello scorso anno, la crescita dei consumi ha acquisito nuovo slancio. La crescita dei consumi privati nel 2014 ha beneficiato molto dell'aumento del reddito disponibile reale, riflettendo redditi salariali e non salariali più forti, di una minore necessità di consolidamento fiscale e del calo dei prezzi dell'energia. Dopo una crescita trimestrale dello 0,5 per cento nel terzo trimestre del 2014, gli indicatori di breve periodo suggeriscono un ulteriore aumento relativamente vigoroso nell'ultimo trimestre dell'anno. Per esempio, sia il commercio al dettaglio sia le immatricolazioni di autoveicoli nel quarto trimestre sono aumentati a un tasso più alto rispetto al trimestre precedente.

Figura 15 PIL in termini reali dell'area dell'euro (e relative proiezioni)

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat e l'articolo "Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE per marzo 2015" pubblicato sul sito internet della BCE il 5 marzo 2015. Note: dati corretti per il numero di giornate lavorative. Gli intervalli di valori indicati intorno alle proiezioni centrali si basano sulle differenze tra dati effettivi e le proiezioni elaborate negli anni scorsi. L'ampiezza degli intervalli è pari al doppio della media, in valore assoluto, di tali differenze. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata nella *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009.

1) Cfr. l'articolo "Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE per marzo 2015", pubblicato sul sito Internet della BCE il 5 marzo 2015.

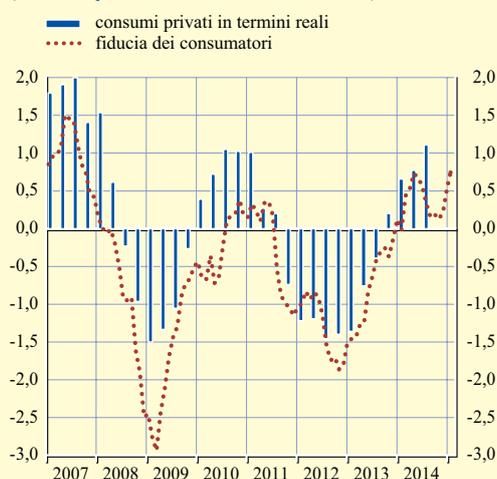
In un'ottica futura, la crescita della spesa per consumi privati dovrebbe confermarsi come principale motore della ripresa economica. I consumi privati dovrebbero continuare a beneficiare dell'impatto favorevole della continua crescita salariale spinta dalla ripresa dell'occupazione. Inoltre, l'impatto positivo del calo dei prezzi energetici sul reddito reale disponibile continuerà a sostenere i consumi privati. Tuttavia, una parte dell'aumentato reddito disponibile derivante dal calo dei prezzi del petrolio sarà inizialmente destinato al risparmio, come indicato dall'aumento previsto del tasso di risparmio delle famiglie (cfr. riquadro 4). I dati delle indagini qualitative suggeriscono una forte e continua evoluzione della spesa per consumi. Ad esempio, l'indice di fiducia dei consumatori dell'area dell'euro elaborato dalla Commissione europea, che costituisce un buon indicatore sull'andamento prospettico del consumo privato, è sensibilmente migliorato a gennaio e febbraio 2015 fino a raggiungere livelli precedenti alla crisi (cfr. figura 16).

La spesa destinata agli investimenti è rimasta contenuta nella seconda metà del 2014. Gli investimenti fissi lordi nell'area dell'euro sono diminuiti nel terzo trimestre del 2014, a causa del calo degli investimenti in costruzioni, mentre quelli non legati alle costruzioni sono rimasti stabili. Con ogni probabilità, nel quarto trimestre dello stesso anno gli investimenti totali sono aumentati leggermente, di trimestre in trimestre, riflettendo la crescente produzione di beni capitali, un aumento marginale nell'utilizzo della capacità produttiva e una ripresa dei livelli di fiducia nel settore dei beni capitali. Tornando agli investimenti in costruzioni, una maggiore produzione del settore rispetto al terzo trimestre e indicatori di fiducia in via di miglioramento, seppure ancora al di sotto della propria media, suggeriscono una debole crescita nel quarto trimestre.

La crescita degli investimenti delle imprese dovrebbe riprendere slancio nel 2015. L'indicatore del clima economico è migliorato sia a gennaio sia a febbraio, con livelli superiori a quelli del trimestre precedente, suggerendo quindi una possibile accelerazione del dinamismo degli investimenti. Più in generale, in linea con le precedenti riprese economiche a seguito di

Figura 16 Consumi privati e fiducia dei consumatori nell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue; scarti della media)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Figura 17 Rapporto investimenti/PIL

(percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

crisi finanziarie, l'attuale ripresa degli investimenti è stata modesta, frenata da fattori persistenti quali bilanci deteriorati in diversi settori imprenditoriali e dall'incertezza causata dalla crisi che si sta attenuando piuttosto gradualmente. Nel terzo trimestre del 2014 gli investimenti sono rimasti quasi del 17 per cento al di sotto del proprio picco registrato nel primo trimestre del 2008, con un conseguente forte calo del rapporto tra investimenti e PIL (cfr. figura 17). In una prospettiva futura, la ripresa degli investimenti delle imprese dovrebbe ritrovare slancio grazie al rafforzamento della domanda totale interna e di quella estera, alla necessità di ammodernare lo stock di capitale dopo anni di investimenti modesti, alle condizioni finanziarie estremamente favorevoli, al tasso di cambio dell'euro più debole e al graduale rafforzamento dei margini di profitto.

Per quanto riguarda gli investimenti nelle costruzioni, una modesta ripresa è attesa a partire dal 2015, sostenuta da tassi dei prestiti ipotecari molto bassi nella maggior parte dei paesi, dal miglioramento delle condizioni finanziarie, da prestiti delle famiglie più forti e da un aumento della crescita del reddito disponibile. Nel tempo, anche la minore necessità di aggiustamenti del mercato immobiliare in alcuni paesi sosterrà gli investimenti nell'edilizia residenziale.

Le esportazioni nette dovrebbero contribuire positivamente, sebbene in modo modesto, alla crescita del PIL, considerando che attualmente le esportazioni sono sostenute dalla domanda mondiale e da un indebolimento del tasso di cambio dell'euro. Le esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro sono aumentate dell'1,3 per cento in termini congiunturali nel terzo trimestre del 2014. Nel quarto trimestre del 2014 le esportazioni verso gli Stati Uniti, la Cina e altre economie asiatiche hanno continuato a rafforzarsi, mentre quelle verso i paesi europei al di fuori dell'area dell'euro e verso l'America Latina sono rimaste modeste. Le esportazioni nell'area dell'euro dovrebbero continuare a crescere per tutto il 2015 e oltre, sostenute da un graduale rafforzamento della domanda mondiale e dal deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro. Si prevede un proseguire della crescita delle importazioni nell'area dell'euro nei primi mesi del 2015, con un ulteriore rafforzamento nel medio periodo, in linea con la ripresa della domanda interna. Di conseguenza, nell'orizzonte di previsione le esportazioni nette dovrebbero contribuire alla crescita del PIL reale solo in misura modesta.

Alcuni fattori continuano a ostacolare una ripresa più sostenuta dell'attività complessiva. Gli aggiustamenti di bilancio in corso in vari settori continueranno a esercitare una pressione al ribasso sulla domanda interna. In tal senso, il persistere della necessità di aggiustamenti nel mercato immobiliare, rispecchiata anche nei prezzi delle case in continuo calo in alcuni paesi, scoraggia l'edilizia residenziale in quei paesi. Inoltre, il persistere di un clima di incertezza, seppure in via di attenuazione, riguardo alla crisi del debito sovrano europeo e ad altri fattori geopolitici continueranno a pesare sulla ripresa. Il periodo esteso di debole crescita economica registrato nell'area dell'euro negli ultimi anni è stato associato alla correzione degli squilibri macroeconomici in alcuni paesi. In un tale contesto, il riquadro 5 esamina l'esito per il 2015 del quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici.

I rischi sulle prospettive di attività sono al ribasso ma sono diminuiti in seguito alle recenti decisioni in materia di politica monetaria e al calo dei prezzi del petrolio. I rischi al ribasso sulle prospettive di attività economica includono un ulteriore aumento delle tensioni geopolitiche e del mercato del debito sovrano nell'area dell'euro. Tali rischi al ribasso sono

solo in parte compensati dai rischi al rialzo legati a un effetto più forte del previsto delle riforme strutturali e dei piani di investimento dell'UE sull'attività economica.

La situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro sta migliorando gradualmente.

Il numero di persone occupate (cfr. figura 18) è cresciuto dello 0,2 per cento in termini congiunturali nel quarto trimestre del 2014 (l'ultimo periodo per cui vi sono dati disponibili), rappresentando così il terzo trimestre consecutivo di crescita. Tali aumenti riflettono l'attuale crescita del settore dei servizi (legata all'andamento del mercato) e i più recenti segni di stabilizzazione nell'industria e nelle costruzioni. Nel settore delle costruzioni, la crescita modesta degli occupati osservata nel terzo trimestre riflette il primo aumento dell'occupazione, in termini congiunturali, dal terzo trimestre del 2007. A livello dei singoli stati, oltre agli sviluppi positivi nel mercato del lavoro tedesco, la crescita dell'occupazione è stata, in larga misura, trainata da miglioramenti nei paesi che mostrano attualmente i tassi di disoccupazione più alti, quali Spagna, Portogallo e Grecia. Anche il totale delle ore lavorate è aumentato dello 0,4 per cento nel terzo trimestre del 2014, in termini congiunturali, a un ritmo leggermente più sostenuto rispetto a quello degli aumenti trimestrali congiunturali registrati in seguito alla ripresa dall'ultima recessione dell'area dell'euro. Nonostante i risultati dell'indagine si confermino a livelli bassi, essi suggeriscono comunque un continuo miglioramento dell'occupazione al volgersi del 2015. Anche gli indicatori prospettici indicano ulteriori miglioramenti delle condizioni del mercato del lavoro.

La disoccupazione continua a scendere gradualmente dagli alti livelli registrati in passato.

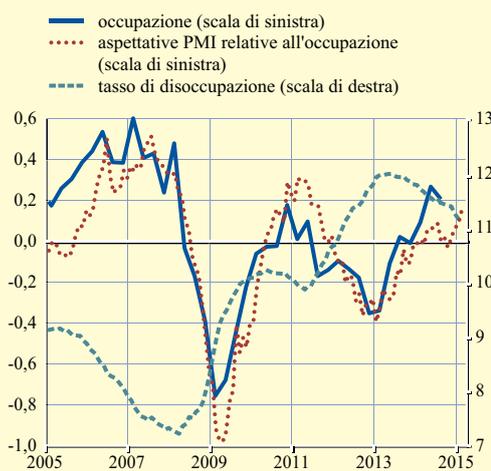
A gennaio di quest'anno il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro era all'11,2 per cento, 0,6 punti percentuali in meno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente ma 1,3 punti percentuali al di sopra del temporaneo minimo registrato ad aprile 2011 e 4,0 punti percentuali sopra i livelli minimi registrati prima della crisi. Tuttavia, gli attuali cali dei tassi di disoccupazione sono ora visibili in tutti i gruppi (giovani, adulti, uomini e donne) e nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, nonostante permangano importanti differenze.

Guardando al futuro, i mercati del lavoro dell'area dell'euro dovrebbero migliorare ulteriormente nel breve e nel medio periodo.

Il recente rimbalzo della crescita dell'occupazione è stato più forte del previsto, sulla base delle precedenti esperienze, e nei prossimi trimestri si prevede una crescita dell'occupazione ancora più forte sulla scia di un sempre maggiore consolidamento della ripresa e dell'impatto positivo delle riforme strutturali nei paesi colpiti negativamente dalla crisi. Di conseguenza, l'ampliamento della ripresa dovrebbe portare a un'ulteriore diminuzione del tasso di disoccupazione dell'area dell'euro.

Figura 18 Occupazione nell'area dell'euro, aspettative del PMI relative all'occupazione e disoccupazione

(variazione percentuale sul trimestre precedente; indice; percentuale della forza lavoro)



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE
Nota: l'indice PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10.

4 PREZZI E COSTI

Fattori globali e interni sono stati all'origine del calo persistente dell'inflazione misurata sullo IAPC dalla fine del 2011, mentre la recente brusca flessione dei corsi petroliferi è stata la determinante principale dell'inflazione negativa negli ultimi mesi. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future per il petrolio, ci si attende che l'inflazione rimanga su livelli negativi o molto bassi nei mesi a venire. Secondo le proiezioni per l'area dell'euro formulate in marzo dagli esperti della BCE, l'inflazione dovrebbe collocarsi in media allo 0,0 per cento nel 2015, per poi salire sensibilmente all'1,5 per cento nel 2016 e ancora all'1,8 nel 2017. Ci si attende che l'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari salga dallo 0,8 per cento nel 2015 all'1,3 nel 2016 e all'1,7 nel 2017. Le recenti misure di politica monetaria dovrebbero contribuire all'aumento dell'inflazione nell'orizzonte di previsione e al saldo ancoraggio delle attese di inflazione. I rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi nel medio periodo saranno tenuti sotto stretta osservazione, in particolare sia per quanto riguarda la trasmissione delle misure di politica monetaria e gli sviluppi geopolitici, sia per l'evoluzione dei tassi di cambio e delle quotazioni dell'energia.

Figura 19 IAPC: inflazione complessiva e inflazione al netto della componente alimentare ed energetica per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

— inflazione IAPC
••••• inflazione IAPC, al netto della componente alimentare ed energetica
▲ proiezioni macroeconomiche sull'inflazione degli esperti della BCE di marzo 2015
● proiezioni macroeconomiche sull'inflazione al netto della componente alimentare ed energetica (marzo 2015) degli esperti della BCE di marzo 2015



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: gli ultimi dati relativi all'inflazione misurata sullo IAPC al netto e al lordo della componente alimentare ed energetica si riferiscono a febbraio 2015 (stima preliminare). I dati delle proiezioni si riferiscono alle medie sui dodici mesi per il 2015, il 2016 e il 2017 e sono riportati nell'articolo "Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE per l'area dell'euro" pubblicato sul sito internet della BCE il 5 marzo 2015.

I tassi di inflazione nei mesi recenti sono stati nettamente inferiori a quelli previsti nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2014. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è situata al -0,3 per cento in febbraio, a fronte del -0,6 in gennaio e del -0,2 nel dicembre 2014 (cfr. figura 19). I tassi di inflazione inferiori alle attese sono ascrivibili principalmente al minore contributo dei beni energetici, dal momento che i corsi petroliferi sono diminuiti bruscamente rispetto ai prezzi praticati alla data di chiusura di metà novembre per le proiezioni di dicembre 2014. Queste ultime tenevano conto delle quotazioni disponibili in quel momento nei mercati dei futures (cfr. figura 2).

L'inflazione armonizzata al netto dei prodotti energetici e alimentari si è mantenuta sostanzialmente stabile. Il basso livello dell'inflazione di fondo è attribuibile a una combinazione di fattori, fra cui gli effetti ritardati del forte apprezzamento dell'euro fino al maggio 2014, il processo di aggiustamento dei prezzi relativi in alcuni paesi dell'area dell'euro e la persistente debolezza della domanda da parte di consumatori e della capacità di determinazione dei prezzi. Inoltre, anche il calo delle quotazioni del petrolio e di altre materie prime ha esercitato pressioni al ribasso sull'inflazione al netto delle componen-

ti più volatili allorché i minori costi degli input sono stati trasferiti lungo la catena di formazione dei prezzi¹⁾.

Il recente andamento dell'inflazione è stato dominato dagli effetti diretti della flessione delle quotazioni petrolifere (cfr. fig. 20). È probabile che il recente calo dei prezzi del greggio sia stato trasferito in buona parte ai prezzi ante imposte dei carburanti liquidi. Altri tipici effetti diretti, ad esempio attraverso i prezzi di elettricità e gas, hanno anch'essi contribuito ai recenti tassi di inflazione negativi.

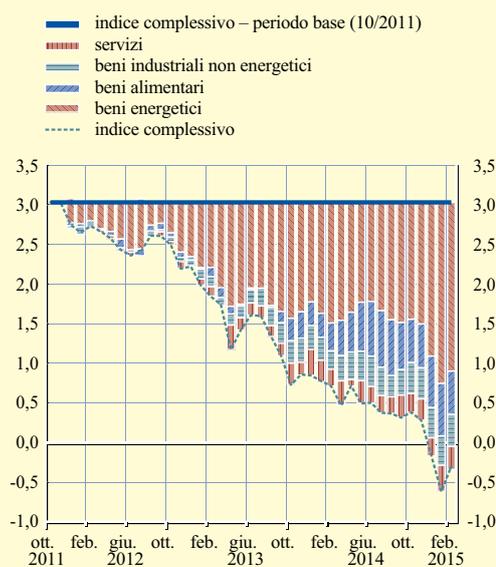
Anche i prezzi dei beni alimentari hanno continuato a risentire delle pressioni al ribasso. Negli ultimi mesi i tassi di inflazione degli alimentari freschi sono divenuti più negativi, mentre l'inflazione degli alimentari trasformati si è moderata ulteriormente. Tali andamenti riflettono in parte gli effetti indiretti della flessione dei prezzi dei prodotti agricoli e di altre materie prime che si ripercuotono lungo la filiera produttiva e la catena di formazione dei prezzi.

L'impatto ritardato dell'apprezzamento dell'euro fino al maggio 2014 e il calo delle quotazioni internazionali delle materie prime continuano a pesare sui prezzi dei beni industriali non energetici. Va notato che molti di questi beni, come computer e apparecchiature elettroniche, in genere sono importati o hanno un contenuto di beni importati relativamente elevato. Inoltre, il calo delle quotazioni internazionali del petrolio potrebbe esercitare pressioni al ribasso sui prezzi dei beni industriali non energetici, dal momento che l'energia è un fattore determinante per i costi di produzione di tali voci. Oltre a fattori prevalentemente ciclici, aspetti più strutturali possono influire sulla dinamica dell'inflazione di questi beni. Il riquadro 6 tratta i possibili effetti frenanti del commercio elettronico sull'inflazione.

Le spinte inflazionistiche sui beni industriali non energetici rimangono contenute. L'inflazione alla produzione dei beni di consumo, che tende ad anticipare quella dei beni industriali non energetici di circa sei-dodici mesi, è rimasta su un livello modesto nel gennaio 2015. Nello stesso mese, inoltre, l'indice dei prezzi degli input per i prodotti non alimentari al dettaglio è diminuito ancora (cfr. figura 21). Da un lato, ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi il tasso di variazione tendenziale dei prezzi all'importazione dei beni intermedi è stato di segno positivo per il secondo mese consecutivo per effetto del deprezzamento dell'euro. Dall'altro lato, i prezzi alla produzione dei beni intermedi, oltre a quelli in euro del greggio e di altre materie prime, si sono mantenuti su livelli modesti.

Figura 20 Andamenti dell'inflazione misurata sullo IACP da ottobre 2011

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



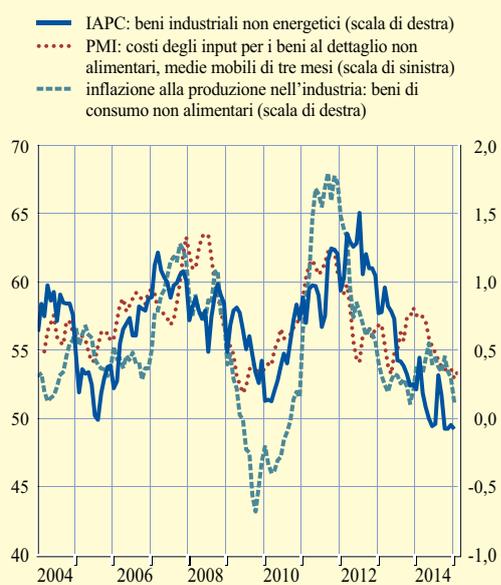
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: gli ultimi dati si riferiscono a febbraio 2015 (stima preliminare). Il grafico mostra il contributo in punti percentuali delle varie componenti alla diminuzione dell'inflazione generale dall'ultimo picco dell'inflazione misurata sullo IACP, registrato ad ottobre 2011.

1) Per un approfondimento sugli effetti indiretti cfr. il riquadro *Gli effetti indiretti dell'andamento dei corsi petroliferi sull'inflazione nell'area dell'euro*, nel numero di dicembre 2014 di questo Bollettino.

Figura 21 Spinte inflazionistiche per la componente industriale non energetica negli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.
 Nota: gli ultimi dati si riferiscono a gennaio 2015.

Figura 22 Redditi per occupato nell'area dell'euro: scomposizione per settore

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 Note: i dati si riferiscono agli Euro18. I "servizi non di mercato" si riferiscono alle attività fornite dalle amministrazioni pubbliche e da istituzioni private no profit nel campo dei servizi pubblici, dell'istruzione e della salute. I "servizi di mercato" sono definiti per differenza rispetto al totale dei servizi. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2014.

Il debole andamento del costo del lavoro ha contenuto le pressioni sui prezzi dei servizi. Poiché il costo del lavoro tende a costituire una quota relativamente ampia dei costi complessivi nel settore dei servizi, la moderata dinamica salariale ha contribuito all'inflazione dei servizi rimanendo su livelli contenuti ma sostanzialmente stabili (cfr. figura 22). La debolezza della crescita salariale e dell'inflazione dei servizi è attribuibile a diversi fattori. Potrebbe riflettere principalmente l'ampio sottoutilizzo della capacità produttiva e il significativo eccesso di offerta sul mercato del lavoro nell'area dell'euro. Anche gli effetti indiretti dei minori prezzi del greggio hanno contribuito di recente a un calo dei prezzi nei servizi di trasporto, come l'aviazione, dove il carburante è un fattore determinante per i costi. Inoltre, potrebbe indicare una maggiore flessibilità di salari e prezzi in alcuni paesi dell'area dell'euro per effetto delle riforme strutturali nei mercati del lavoro e dei prodotti negli ultimi anni (cfr. figura 23).

La possibilità di effetti di secondo impatto derivanti dal calo dei corsi petroliferi va tenuta sotto stretta osservazione. Da un lato, la maggiore flessibilità dei salari comporta che qualunque aggiustamento al ribasso ora può essere più marcato. D'altro canto, la sensibile riduzione dell'indicizzazione automatica dei salari può rendere le correzioni al ribasso della dinamica salariale meno pronunciate di quanto sarebbero state in precedenza. Inoltre, in diversi paesi prevalgono ancora rigidità dei salari nominali che rendono più difficile ridurre i salari in termini assoluti.

Figura 23 L'inflazione dei servizi nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2015.

Figura 24 Misure delle attese di inflazione ricavate dalle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

— inflazione effettiva misurata sullo IAPC
 Previsioni di *Consensus Economics*
 ● previsione della *Survey of Professional Forecasters* (1° trim. 2015)



Fonti: Eurostat, Thomson Reuters, *Consensus Economics*, *Survey of Professional Forecasters* (SPF) condotta dalla BCE ed elaborazioni della BCE.
Nota: le previsioni di *Consensus Economics* per il 2015 e il 2016 sono state pubblicate a febbraio 2015 quelle per il restante orizzonte di previsione sono state pubblicate ad ottobre 2014.

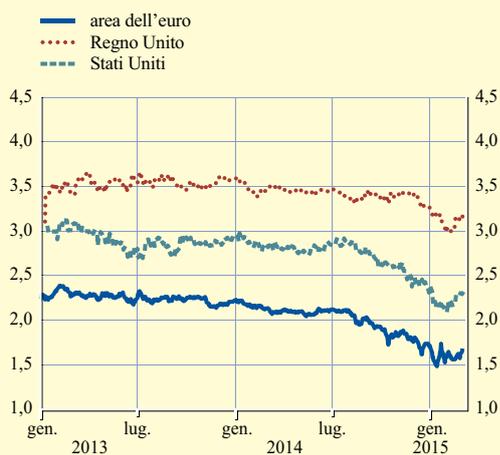
Le misure delle aspettative di inflazione a lungo termine basate su indagini, suggeriscono che l'inflazione tornerà gradualmente su livelli prossimi al 2 per cento (cfr. figura 24).

Dopo il recente calo dei prezzi del greggio, le attese di inflazione su orizzonti più brevi ricavate dalle indagini congiunturali, si sono notevolmente ridotte. Tuttavia, le attese di inflazione a lungo termine desunte dalle indagini sono diminuite in misura nettamente inferiore rispetto a quelle basate sul mercato. In generale, le aspettative di inflazione sarebbero diminuite per effetto dei bassi tassi di inflazione, in un contesto caratterizzato dal calo dei prezzi del petrolio e di altre materie prime, nonché dalla debolezza della crescita.

Le misure delle aspettative di inflazione ricavate dal mercato sono diminuite in misura maggiore rispetto a quelle basate sulle indagini. La relativa riduzione delle aspettative di inflazione ricavate dal mercato riflette in parte l'influsso dei premi negativi per il rischio di inflazione. Un premio negativo indica che i tassi swap sull'inflazione e quelli di inflazione di pareggio sono inferiori al tasso di inflazione effettivamente atteso dagli operatori di mercato per il futuro. Tale situazione può verificarsi se gli operatori di mercato ritengono più probabile uno scenario con più bassa inflazione rispetto a uno scenario in cui sia più alta. Ciò determina tra gli operatori di mercato una maggiore preferenza per i titoli nominali rispetto alle attività indicizzate all'inflazione, poiché in tale scenario il rendimento reale sui titoli nominali sarebbe relativamente favorevole. La riduzione negli ultimi mesi delle aspettative di inflazione a lungo termine desunte dal mercato, è visibile anche negli Stati Uniti e nel Regno Unito (cfr. figura 25) e molto probabilmente riflette un aumento mondiale dei premi negativi per il rischio di inflazione.

Figura 25 Tassi desunti dagli swap sull'inflazione a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale

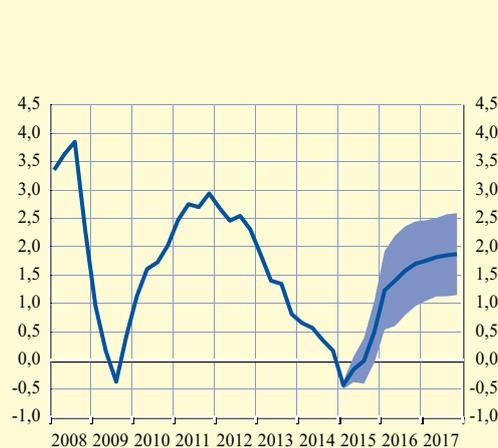
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Thomson Reuters.
 Note: i tassi desunti dagli swap sull'inflazione per il Regno Unito sono collegati all'indice dei prezzi al dettaglio britannico. Gli ultimi dati si riferiscono al 3 marzo 2015.

Figura 26 Inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC (e relative proiezioni)

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, e articolo intitolato "Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2015", pubblicato sul sito Internet della BCE il 5 marzo 2015.
 Note: gli intervalli di valori delle proiezioni centrali si basano sulle differenze tra i dati effettivi e le proiezioni elaborate nel corso degli anni. L'ampiezza degli intervalli è il doppio del valore assoluto medio di tali differenze. Il metodo utilizzato per calcolare gli intervalli, comprensivo di eventuali correzioni per eventi eccezionali, è illustrato in *New procedures for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, dicembre 2009.

In prospettiva, l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe collocarsi in media allo 0,0 per cento nel 2015, per poi aumentare sensibilmente nel 2016 e ancora nel 2017. Sulla base delle informazioni disponibili a metà febbraio, le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in marzo dagli esperti della BCE prevedono che l'inflazione armonizzata aumenti dal -0,5 per cento nel primo trimestre del 2015 all'1,9 nell'ultimo trimestre del 2017 e si collochi in media allo 0,0 per cento nel 2015, all'1,5 nel 2016 e all'1,8 nel 2017 (cfr. figura 26). Questo rialzo dell'inflazione complessiva riflette un'attesa inversione dell'andamento dei prezzi dell'energia, come indica l'inclinazione positiva della curva dei contratti future per il petrolio, l'impatto dell'indebolimento del tasso di cambio effettivo dell'euro e un sensibile rafforzamento delle pressioni interne sui costi in concomitanza con la ripresa dell'economia e il rapido restringimento dell'output gap negativo.

Il miglioramento delle condizioni sui mercati del lavoro e la riduzione della capacità produttiva inutilizzata comportano maggiori pressioni interne sui prezzi nell'orizzonte considerato. Il perdurare dell'aumento dell'occupazione e le riduzioni del tasso di disoccupazione dovrebbero sostenere una graduale accelerazione dei redditi per occupato, considerando che i processi di aggiustamento della competitività di costo in atto in alcuni paesi dell'area dell'euro impediscono una ripresa più vigorosa. Mentre i redditi per occupato registrano un'accelerazione, la risultante ripresa congiunturale della produttività comporta un profilo piatto della crescita del costo unitario del lavoro nei prossimi due anni. Nel 2017 l'incremento della crescita dei redditi per occupato dovrebbe superare lievemente quello della produttività, dato che in alcuni paesi è previsto un aumento dei livelli salariali in ragione della ripresa economica in atto dopo anni di moderazione salariale. Dopo una flessione nel 2015, i margini

di profitto dovrebbero risalire nella parte restante dell'orizzonte di previsione in linea con la sensibile ripresa della produttività e il rafforzamento dell'attività economica.

Le misure non convenzionali di politica monetaria dovrebbero contribuire all'aumento dell'inflazione nell'orizzonte considerato attraverso pressioni sia interne sia esterne sui prezzi. L'impatto positivo delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria sulla crescita del PIL in termini reali e il conseguente riassorbimento più rapido dell'output gap dovrebbero favorire la crescita sia dei margini di profitto sia dei salari. Gli effetti al ribasso di tali misure sul tasso di cambio dell'euro comportano ulteriori pressioni esterne sui prezzi attraverso il canale del tasso di cambio. Inoltre, gli effetti positivi sulla fiducia derivanti da queste misure dovrebbero contribuire a stabilizzare le aspettative di inflazione.

Il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato che terrà sotto stretta osservazione i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi nel medio periodo. Particolare attenzione verrà dedicata sia alla trasmissione delle misure di politica monetaria e agli sviluppi geopolitici, sia all'evoluzione dei tassi di cambio e delle quotazioni dell'energia.

5 MONETA E CREDITO

La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) ha evidenziato un'ulteriore ripresa, ma resta su livelli contenuti. Contemporaneamente, la crescita sui dodici mesi dei prestiti è aumentata, a conferma della svolta osservata nelle dinamiche dei prestiti agli inizi del 2014: i vincoli all'offerta di credito stanno gradualmente riducendosi e la domanda di prestiti si sta rafforzando. Nel complesso, gli andamenti recenti indicano che le misure di politica monetaria della BCE stanno contribuendo a ripristinare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e ad allentare le condizioni del credito bancario.

In un contesto di tassi di interesse molto bassi, le dinamiche della moneta e del credito hanno evidenziato un'ulteriore ripresa. Rispetto al terzo trimestre del 2014, gli indicatori monetari segnalano alcuni andamenti positivi. Lo stesso si può dire sia per l'offerta sia per la domanda di credito bancario. Tuttavia, nel confronto storico, la crescita dei prestiti alle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro rimane debole e l'intera area continua ad essere caratterizzata da una frammentazione dei tassi attivi praticati dalle banche.

I dati recenti indicano che la crescita di fondo di M3 è aumentata, pur rimanendo su livelli contenuti. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salito al 2,9 per cento nel quarto trimestre del 2014 e al 4,1 per cento nel gennaio del 2015, in rialzo rispetto al 2,0 per cento del terzo trimestre e a un minimo dello 0,8 per cento nell'aprile 2014 (cfr. figura 27). La crescita sui dodici mesi di M3 continua a essere trainata dalle componenti più liquide: l'aggregato monetario ristretto M1 è cresciuto vigorosamente a un tasso del 6,7 per cento nel quarto trimestre dello scorso anno e del 9,0 per cento nel gennaio del 2015 (a fronte del 5,7 per cento nel terzo trimestre).

I detentori di moneta prediligono i depositi overnight. Il contesto di tassi di interesse molto bassi continua a costituire per i detentori di moneta un incentivo a investire nei depositi overnight compresi in M3. M1 ha continuato a beneficiare della crescita elevata dei depositi overnight detenuti sia dalle famiglie sia dalle SNF (cfr. figura 28). La preferenza del settore detentore di moneta per le attività più liquide, in particolare i depositi overnight, è indicativa del protratto accumulo di riserve di liquidità. I livelli bassi (e in calo) di remunerazione delle attività monetarie meno liquide hanno contribuito alla contrazione in atto nei depositi a breve termine diversi da quelli overnight. Inoltre, il tasso di crescita degli strumenti negoziabili (M3 meno M2), che hanno un peso relativamente basso all'interno di M3, è risultato meno negativo, riportandosi in territorio positivo alla fine del quarto trimestre del 2014. In particolare, le disponibilità in titoli di debito a breve termine emessi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) hanno continuato a seguire una

Figura 27 Crescita di M3 e M3 di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

— intervallo delle misure della crescita monetaria “di fondo”
— tasso di crescita sui dodici mesi delle serie trimestrali di M3
— tasso di crescita su tre mesi, espresso in ragione d'anno, delle serie mensili di M3

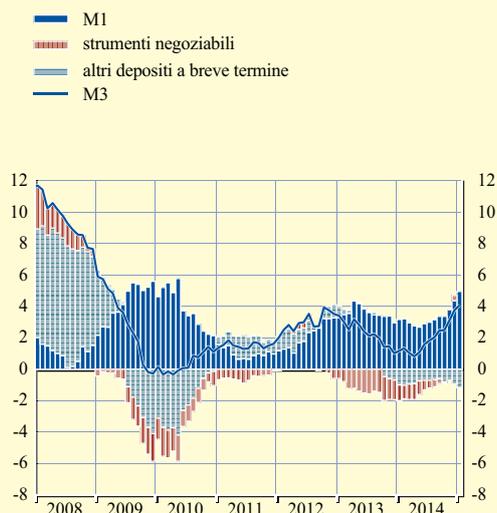


Fonte: BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'intervallo delle misure della crescita monetaria “di fondo” comprende un filtro univariato e multivariato della crescita monetaria, una misura basata su un modello fattoriale dinamico per un ampio insieme di variabili monetarie, una misura della crescita di M3 corretta per il ciclo basata su un modello di autoregressione vettoriale bayesiano e una misura di esclusione (stima dei depositi di M3 detenuti dalle famiglie).

Figura 28 M3 e sue componenti

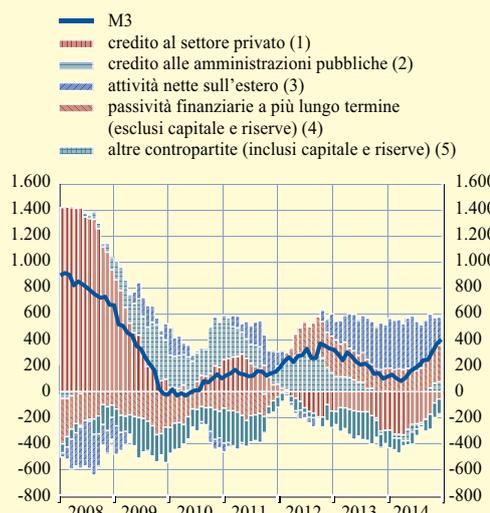
(contributi in termini di variazioni percentuali di M3 sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura 29 Contropartite di M3

(flussi sui dodici mesi; in miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.
Note: M3 è riportata come riferimento ($M3 = 1+2+3-4+5$).
Le passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) sono riportate con il segno inverso in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

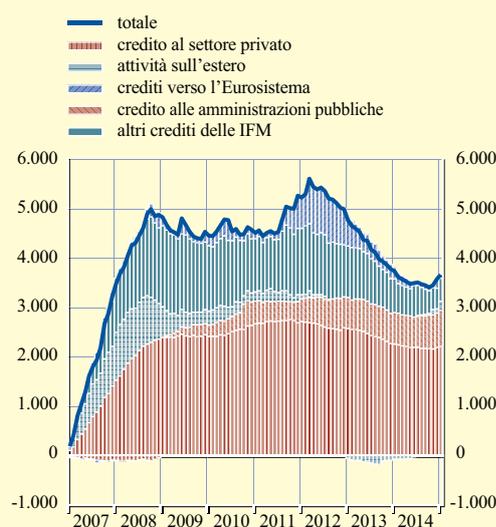
traiettorie discendenti fino al quarto trimestre del 2014, ma il loro tasso di crescita sui dodici mesi è divenuto positivo intorno al volgere dell'anno.

Le transazioni con l'estero continuano a sostenere la crescita dell'aggregato monetario ampio. L'analisi delle contropartite (cfr. figura 29) mostra che la dinamica di M3 è stata determinata soprattutto dalle attività nette sull'estero e dalla riduzione delle passività finanziarie a più lungo termine, nonché dalla svolta nella dinamica dei prestiti. Rispetto al picco di metà 2014, il contributo della posizione netta sull'estero del settore delle IFM si è significativamente ridotto nel quarto trimestre del 2014, ma resta positivo, sostenuto dall'ingente avanzo di conto corrente. Tale moderazione potrebbe riflettere le aspettative di un futuro calo dei rendimenti delle attività dell'area dell'euro, in particolare presso gli investitori internazionali. Un contributo positivo è derivato inoltre dall'ulteriore calo del tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) detenute dal settore detentore di moneta, che si è collocato al -4,8 per cento nel quarto trimestre del 2014 e al -5,7 per cento nel gennaio 2015, a fronte del -3,4 per cento nel terzo trimestre.

Per la prima volta da metà 2012, nel quarto trimestre del 2014 le banche hanno ampliato i propri bilanci (cfr. figura 30). Dalla fine del 2011 all'aprile 2014 la riduzione del grado di leva finanziaria delle banche ha comportato una contrazione di circa il 6 per cento del loro attivo totale. Questo processo di "deleveraging" ha portato le IFM a ridurre l'attività di prestito al settore privato. Esso rappresenta la reazione a un periodo di forte espansione dei bilanci bancari: fra il 2005 e il 2012 le attività totali delle istituzioni finanziarie monetarie erano aumentate in misura significativa, di oltre 60 punti percentuali di PIL, toccando un picco di 33.700 miliardi di euro (pari a 3,55 volte il PIL dell'area dell'euro).

Figura 30 Principali attività delle IFM dell'area dell'euro

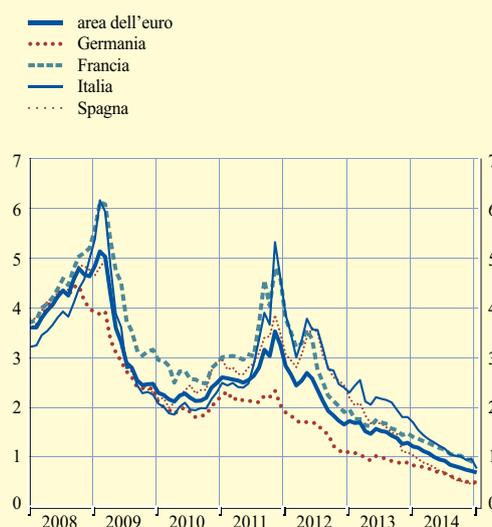
(miliardi di euro; flussi cumulati a partire dal 2007; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.
 Note: il settore segnalante è costituito dalle IFM escluso l'Eurosistema. Il totale si riferisce alle principali attività delle IFM, pertanto alcune categorie di attività non sono incluse.

Figura 31 Costo composto del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche

(costo composto dei depositi e del finanziamento mediante debito contratto sul mercato degli strumenti non garantiti; percentuali annuali)



Fonte: BCE, Merrill Lynch Global Index ed elaborazioni della BCE.
 Note: media dei tassi sui nuovi depositi e del costo del finanziamento mediante ricorso al debito sul mercato, ponderata per i corrispondenti importi in essere.

Anche il quarto trimestre del 2014 si è contraddistinto per i processi di aggiustamento nel settore bancario. Come mostrano i risultati della valutazione approfondita condotta dalla BCE sulle banche dell'area dell'euro (pubblicati nell'ottobre del 2014), le banche si sono considerevolmente adoperate per rafforzare i propri bilanci. Hanno innalzato i coefficienti patrimoniali, in parte accrescendo le emissioni di titoli azionari, ma anche attraverso il deleveraging e l'irrigidimento delle condizioni di fido (criteri più rigorosi di concessione del credito, aumento dei margini di interesse sui prestiti). L'enfasi posta sull'aggiustamento dei bilanci e i notevoli progressi recentemente osservati nei coefficienti patrimoniali delle banche hanno contribuito a creare le condizioni per un miglioramento durevole del canale del credito bancario per la trasmissione della politica monetaria. Nondimeno, la redditività bancaria resta debole, e ciò potrebbe limitare la capacità delle banche di concedere credito nel caso di un recupero più pronunciato della domanda, nonché indebolire la trasmissione della riduzione dei costi della provvista bancaria ai tassi attivi praticati dalle banche.

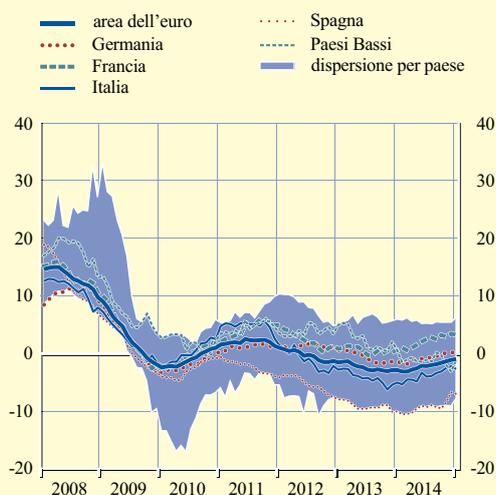
I costi della provvista bancaria hanno continuato a ridursi nel quarto trimestre del 2014. Questa riduzione è collegata al pacchetto di misure di allentamento monetario (operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), il programma per l'acquisto di obbligazioni garantite 3 (CBPP3) e il programma di acquisto di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (ABSPP)). Le condizioni favorevoli a cui le banche possono finanziarsi trovano riscontro nei rendimenti delle obbligazioni bancarie non garantite, che durante il quarto trimestre del 2014 sono scesi su livelli storicamente bassi (cfr. figura 31), collocandosi in media a 0,69 per cento nel gennaio del 2015. I costi della raccolta tramite depositi si sono ulteriormente ridotti, ma non si osservano ancora segnali di uno spostamento generale in territorio negativo motivato dal valore negativo del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale. Nel complesso, il

costo composito della provvista bancaria continua a calare sullo sfondo dei rimborsi netti di passività finanziarie a più lungo termine da parte delle IFM. La debolezza dell'attività di emissione di titoli di debito potrebbe riflettere gli andamenti dal lato dell'offerta, considerato che le banche hanno risanato i propri bilanci e beneficiato delle OMRLT della BCE. In aggiunta, l'indagine del gennaio 2015 sul credito bancario nell'area dell'euro (consultabile all'indirizzo www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html) evidenziava un miglioramento dell'accesso delle banche alla provvista per tutti i principali strumenti di mercato, in particolare per le nuove emissioni di titoli di debito, mentre per i depositi a lungo termine e altri strumenti di raccolta al dettaglio le banche segnalavano un lieve irrigidimento netto.

I dati recenti confermano che la dinamica dei prestiti ha segnato una svolta nel primo trimestre del 2014. La contrazione del credito bancario al settore privato si è attenuata ulteriormente. Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM al settore privato, corretto per cessioni e cartolarizzazioni, ha continuato a recuperare terreno nel quarto trimestre dello scorso anno (collocandosi al -0,3 per cento, dal -0,9 per cento nel terzo trimestre) e in gennaio (0,5 per cento). In particolare, è proseguita la moderazione del calo dei prestiti alle SNF (cfr. figura 32), mentre la crescita dei prestiti alle famiglie si è stabilizzata su livelli positivi (cfr. figura 33). Questi andamenti sono stati favoriti dalle flessioni significative dei tassi attivi bancari osservate in alcune parti dell'area dell'euro dall'estate del 2014, nonché dai segnali di un miglioramento sia dell'offerta sia della domanda di prestiti bancari. Sebbene la debolezza del clima economico e le condizioni storicamente rigide di concessione del credito continuino a pesare sull'offerta di prestiti, le più recenti indagini sul credito bancario nell'area dell'euro confermano la valutazione di una graduale attenuazione delle tensioni dal lato dell'offerta e segnalano un aumento della domanda di prestiti. L'indagine sul

Figura 32 Prestiti delle IFM alle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro

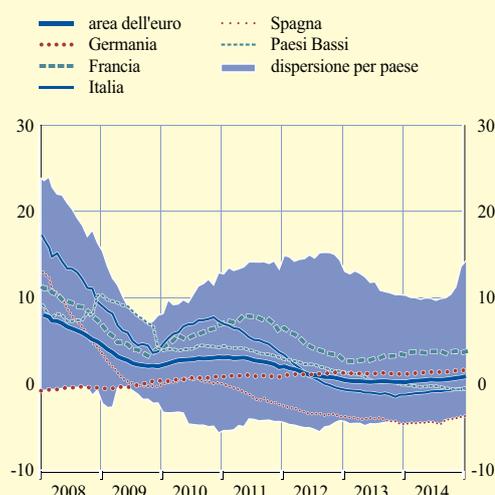
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.
Note: corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni. La dispersione per paese è calcolata come minimo/massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Flussi corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni a partire da gennaio 2009.

Figura 33 Prestiti delle IFM alle famiglie in alcuni paesi dell'area dell'euro

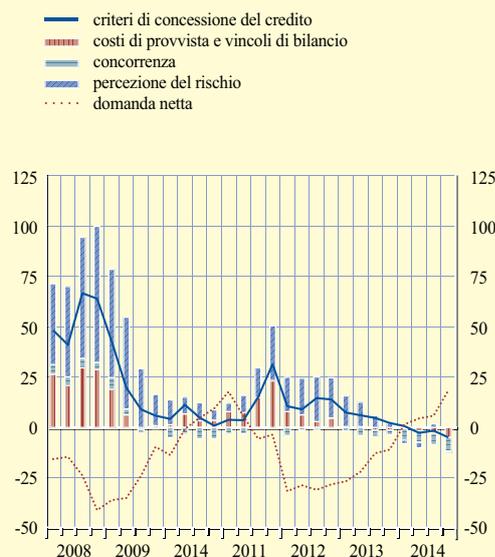
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Note: corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni. La dispersione per paese è calcolata come minimo/massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Flussi corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni a partire da gennaio 2009.

Figura 34 Fattori che hanno contribuito a un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti alle SNF e domanda netta

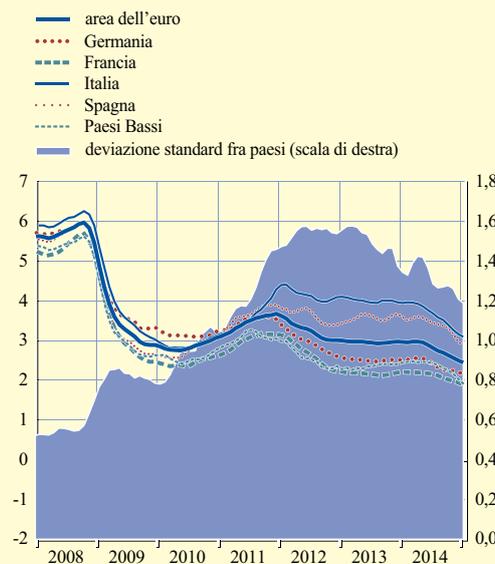
(percentuali nette medie per categorie)



Fonte: BCE.
 Note: la percezione del rischio è calcolata come media non ponderata dell'"attività economica prevista" e delle "prospettive per il mercato degli immobili residenziali"; la concorrenza è calcolata come media non ponderata della "concorrenza da parte di altre banche" e della "concorrenza da parte di istituzioni diverse da banche".

Figura 35 Indicatore composito del costo dei prestiti per le SNF

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili sui tre mesi)



Fonte: BCE.
 Note: l'indicatore del costo totale dei prestiti è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi di nuovi prestiti. La deviazione standard fra paesi è calcolata per una composizione fissa di dodici paesi dell'area dell'euro.

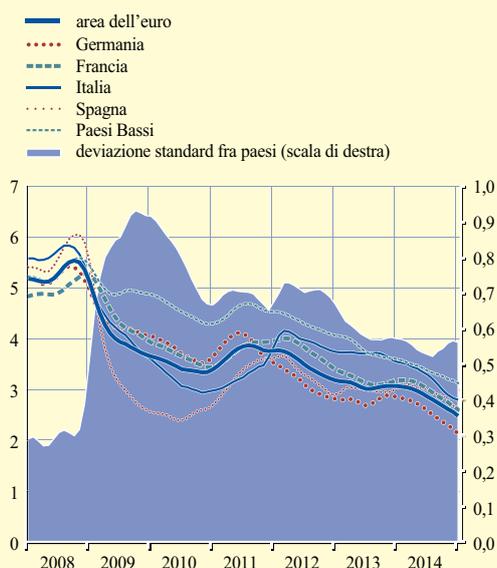
credito bancario di gennaio di quest'anno, infatti, evidenzia che l'accresciuta concorrenza fra le banche ha contribuito nel quarto trimestre del 2014 a un allentamento delle condizioni di affidamento, che ha coinciso con un recupero della domanda di prestiti da parte delle imprese (cfr. figura 34).

I minori costi della provvista bancaria vengono gradualmente trasmessi ai tassi attivi delle banche. A partire dalla seconda metà del 2012, le banche in tutti i paesi dell'area dell'euro hanno beneficiato di una progressiva riduzione dei costi del debito. Questo andamento positivo è collegato alle misure convenzionali e non convenzionali della BCE mirate ad allentare la politica monetaria. Nonostante il miglioramento dei costi della provvista bancaria sia stato trasmesso solo lentamente ai prenditori, sotto forma di una riduzione dei tassi sui prestiti bancari, si sono osservati progressi significativi su questo fronte nella seconda metà del 2014: i costi compositi dell'indebitamento di famiglie e imprese non finanziarie in tutti i paesi dell'area dell'euro sono diminuiti di circa 40 punti base (cfr. figure 35 e 36).

La crescita complessiva del finanziamento esterno delle società non finanziarie nell'area dell'euro risultava leggermente rafforzata a fine 2014. I dati di dicembre 2014 relativi all'emissione di titoli hanno confermato i dati precedenti indicando una ripresa delle emissioni di titoli di debito e di capitale da parte delle SNF dell'area dell'euro rispetto ad un modesto terzo trimestre. Tale ripresa è stata ulteriormente favorita da flussi meno negativi in termini di prestiti bancari. Il costo nominale del finanziamento esterno non bancario per le SNF dell'area

Figura 36 Indicatore composto del costo dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

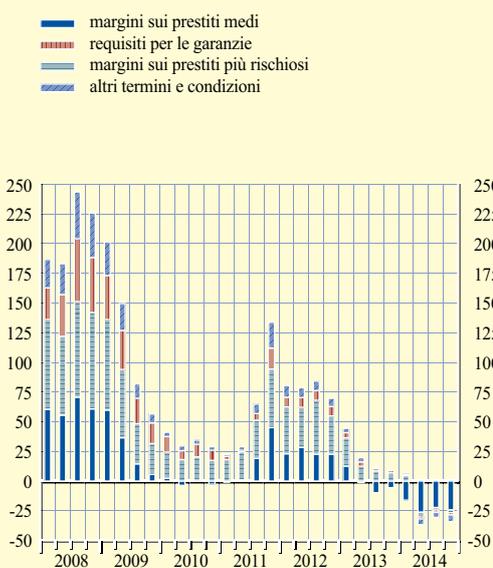
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili sui tre mesi)



Fonte: BCE.
Note: l'indicatore del costo totale dei prestiti è calcolato aggregando i tassi a breve e a lungo termine utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi di nuovi prestiti. La deviazione standard fra paesi è calcolata per una composizione fissa di dodici paesi dell'area dell'euro.

Figura 37 Variazioni nei termini e nelle condizioni applicati per la concessione di prestiti o l'apertura di linee di credito alle imprese

(saldo percentuale delle banche che segnalano un contributo all'irrigidimento dei termini e delle condizioni)



Fonte: BCE.
Note: altri termini e condizioni come media non ponderata di "oneri diversi dai tassi di interesse", "entità dei prestiti o delle linee di credito", "clausole contrattuali" e "scadenze sui prestiti".

dell'euro è nuovamente calato nei primi due mesi del 2015, grazie alla riduzione dei costi delle emissioni di titoli di debito e di quelle azionarie, a sua volta riconducibile in larga misura al programma ampliato di acquisto di attività (cfr. sezione 2).

Le divergenze fra i tassi praticati sui prestiti nei diversi paesi hanno cominciato ad attenuarsi. Il pacchetto di misure di allentamento adottato nel giugno del 2014 sembra aver favorito un calo della dispersione dei costi di indebitamento fra paesi. Nei paesi dell'area dell'euro che evidenziano attualmente una dinamica debole dei prestiti alle SNF le riduzioni dei tassi praticati dalle banche per questa categoria di prestiti sono state particolarmente pronunciate. L'indagine del gennaio 2015 sul credito bancario indica inoltre un'ulteriore distensione dei termini e delle condizioni applicati ai nuovi prestiti a favore delle SNF, concretizzatasi in particolare in un ulteriore restringimento dei margini sui prestiti medi (cfr. figura 37). Inoltre, a dispetto di certi andamenti assai incoraggianti delle condizioni di offerta del credito nell'area dell'euro nel suo insieme, i criteri di concessione dei prestiti risultano ancora disomogenei a seconda dei paesi e dei settori.

6 ANDAMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA

Ci si attende che il risanamento dei conti pubblici prosegua; occorrerà, tuttavia, un ulteriore aggiustamento strutturale per imprimere al rapporto debito pubblico/PIL una solida dinamica discendente. Inoltre, per rafforzare la fiducia nel quadro europeo per le politiche di bilancio, è importante che il Patto di stabilità e crescita sia attuato in modo completo e coerente. In particolare, sussiste il rischio che la regola del debito venga messa in secondo piano.

Il disavanzo aggregato per l'area dell'euro dovrebbe continuare a scendere. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro di marzo 2015 elaborate dagli esperti della BCE prevedono un calo continuo del rapporto tra disavanzo aggregato delle amministrazioni pubbliche e PIL, dal 2,6 per cento del PIL nel 2014 all'1,5 per cento del PIL nel 2017 (cfr. tavola 1). Nel 2014 il risanamento delle finanze pubbliche è stato per lo più dovuto al miglioramento ciclico dell'economia dell'area, rispecchiando soprattutto un maggior gettito dalle imposte indirette derivante da un aumento dei consumi privati. In prospettiva, ci si attende che il ciclo continui a rafforzarsi, favorendo in tal modo l'ulteriore riduzione del rapporto disavanzo pubblico/PIL. Le prospettive per i conti pubblici sono leggermente migliorate rispetto alle proiezioni di dicembre 2014, anche in ragione di una minore spesa per interessi.

Le proiezioni indicano che il debito aggregato delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL ha raggiunto il livello massimo nel 2014. Stando alle proiezioni di marzo 2015, il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dell'euro sarebbe salito al 91,7 per cento del PIL nel 2014, per effetto di un differenziale sfavorevole fra interessi e crescita e dell'impatto espansivo sul debito esercitato dal raccordo disavanzo-debito, sostanzialmente legato alle misure di sostegno al settore finanziario. Ci si attende che dal 2015 il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dell'euro subisca una flessione portandosi all'87,9 per cento del PIL entro la fine del 2017. Tale contrazione, in una certa misura più marcata rispetto alle proiezioni di dicembre, è in prevalenza riconducibile al miglioramento dei saldi primari, al rafforzamento della crescita economica e al livello contenuto dei tassi di interesse.

L'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe risultare sostanzialmente neutro. Dopo diversi anni di forte inasprimento delle politiche di bilancio, l'aggiustamento strutturale delle finanze pubbliche è stato modesto nel 2014 e, in prospettiva, le proiezioni segnalano solo progressi di modesta entità fino al 2017. Si renderà necessario un ulteriore intervento di risanamento negli anni a venire per imprimere al rapporto debito pubblico/PIL una solida dinamica

Tavola 1 Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Entrate totali	45,8	46,5	46,6	46,5	46,2	46,0
b. Spese totali	49,4	49,3	49,2	48,7	48,1	47,5
di cui:						
c. Spese per interessi	3,0	2,8	2,7	2,5	2,4	2,3
d. Spese primarie (b - c)	46,4	46,6	46,5	46,2	45,7	45,2
Saldo di bilancio (a - b)	-3,6	-2,9	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5
Saldo di bilancio primario (a - d)	-0,6	-0,1	0,1	0,3	0,5	0,7
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-3,4	-2,2	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7
Saldo strutturale di bilancio	-3,1	-2,2	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7
Debito lordo	88,7	90,6	91,7	91,4	89,8	87,9
Per memoria: PIL in termini reali (variazioni percentuali)	-0,7	-0,4	0,9	1,5	1,9	2,1

Fonti: Eurostat e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE per l'area dell'euro di marzo 2015.

Note: i dati si riferiscono al settore aggregato delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro compresa la Lituania (anche per il periodo precedente al 2015). I dati sono in linea con i dati riportati nell'articolo "Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE per l'area dell'euro di marzo 2015", pubblicato sul sito della BCE il 5 marzo 2015. Eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti.

discendente. In particolare, alcuni paesi dell'area dell'euro dovranno adottare misure aggiuntive sul piano strutturale per assicurare la conformità al Patto di stabilità e crescita (PSC). Nella sua comunicazione di novembre 2014, la Commissione europea ha stabilito che i progetti di documenti programmatici di bilancio di sette paesi ponevano un rischio di non conformità al PSC. Per Belgio, Francia e Italia la Commissione ha pubblicato il 27 febbraio valutazioni successive dettagliate riguardanti l'attuazione del PSC (per un'analisi, cfr. il riquadro 7).



RIQUADRI

RIQUADRO I

LA VALUTAZIONE DELLA DINAMICA DELL'INFLAZIONE NEGLI STATI UNITI UTILIZZANDO LA CURVA DI PHILLIPS

Il calo recente dell'inflazione ha interessato la generalità delle principali economie avanzate nonostante le diverse condizioni cicliche. Negli Stati Uniti, malgrado la robusta ripresa economica in atto, l'inflazione si è mantenuta su livelli bassi negli ultimi due anni. Dal 2012 l'inflazione complessiva e quella calcolata al netto della componente alimentare ed energetica si sono collocate in media all'1,4 e 1,5 per cento rispettivamente, e ciò implica che i prezzi non sono stati molto sensibili alla ripresa sempre più vigorosa del mercato del lavoro e dell'economia più in generale. Il presente riquadro riconsidera la relazione empirica tra l'inflazione e l'eccesso di offerta nel mercato del lavoro, comunemente nota come la curva di Phillips, e analizza il ruolo delle altre determinanti principali delle prospettive per l'inflazione negli Stati Uniti.

Negli Stati Uniti l'inflazione sui dodici mesi misurata dal deflatore della spesa per consumi privati (SCP) è stata mediamente pari all'1,9 per cento nel decennio trascorso, sostanzialmente in linea con l'obiettivo per l'inflazione a più lungo termine fissato dal Federal Open Market Committee (FOMC). Ha tuttavia evidenziato considerevoli oscillazioni attorno a questo valore medio per motivi in parte riconducibili ai movimenti dei prezzi dei beni alimentari ed energetici, che l'hanno fatta salire oltre il 4 per cento sui dodici mesi alla metà del 2008 e successivamente scendere in territorio negativo agli inizi del 2009 quando i corsi petroliferi sono crollati come reazione alla crisi economica mondiale (cfr. figura A). L'inflazione calcolata sul deflatore della SCP al netto della componente alimentare ed energetica è rimasta generalmente più stabile nel decennio trascorso, mostrando un calo solo moderato durante l'ultima recessione.

La curva di Phillips tradizionale suggerisce una relazione inversa tra l'inflazione e il margine di capacità inutilizzata nell'economia. Per comprendere il ruolo delle aspettative, si includono spesso le attese di inflazione tratte dalle indagini o i valori ritardati dell'inflazione (che rilevano le cosiddette aspettative adattive o la persistenza dell'inflazione). Nelle curve di Phillips aumentate, la relazione è ampliata con variabili aggiuntive quali i tassi di cambio e i corsi delle materie prime o i prezzi all'importazione in modo da cogliere gli aspetti di economia aperta e quelli relativi al lato dell'offerta¹⁾.

1) Anche le variabili relative alla produttività sono a volte incluse nella curva di Phillips. Cfr. il modello a "triangolo" proposto in Gordon, R., "The Phillips Curve is Alive and Well: Inflation and the NAIRU during the Slow Recovery", *NBER Working Paper Series*, n. 19390, 2013.

Figura A Andamenti dell'inflazione negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Bureau of Labor Statistics e Bureau of Economic Analysis.

Nota: la linea orizzontale tratteggiata rappresenta l'obiettivo del FOMC per l'inflazione a più lungo termine.

Poiché la valutazione del margine di capacità inutilizzata sottostante in un'economia è soggetta a notevole incertezza, si ricorre comunemente a una serie di indicatori²⁾. La figura B ne mostra quattro:

1) l'unemployment gap, che esprime la differenza tra il tasso di disoccupazione strutturale (non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU) e il tasso di disoccupazione effettivo; 2) l'unemployment gap riferito alla disoccupazione di breve periodo, dato dalla differenza tra la media a lungo termine del tasso di disoccupazione di durata fino a 26 settimane e il dato effettivo di questa serie; 3) l'unemployment gap riferito alla disoccupazione di medio periodo, che risulta dalla differenza tra la media a lungo termine del tasso di disoccupazione di durata compresa fra 27 e 51 settimane e il dato effettivo di questa serie; 4) l'insieme dell'unemployment gap e del participation gap, quest'ultimo definito come la differenza tra il tasso strutturale ed effettivo di partecipazione alla forza lavoro³⁾. Mentre l'unemployment gap riferito alla disoccupazione di breve periodo indica che l'eccesso di offerta nel mercato del lavoro era già stato riassorbito nel terzo trimestre del 2013, quelli relativi alla disoccupazione standard e di medio periodo segnalano un sostanziale riassorbimento entro la fine del 2014. Per contro, l'indicatore combinato del participation gap e dell'unemployment gap mostra l'esistenza di un considerevole margine di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro statunitense alla fine del 2014.

Le curve di Phillips sono comunemente utilizzate per analizzare e spiegare gli andamenti dell'inflazione negli Stati Uniti. Mentre alcuni osservatori sono stati sorpresi dal fatto che l'inflazione non sia diminuita maggiormente nella recente fase di rallentamento economico, data la gravità e la durata dell'ultima recessione negli Stati Uniti (un fenomeno generalmente noto come "l'enigma della deflazione mancante"),⁴⁾ i modelli della curva

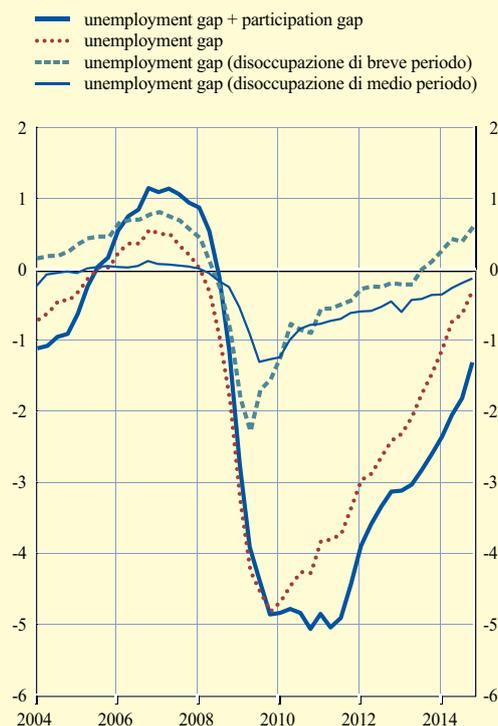
2) Al momento attuale esiste un grado elevato di incertezza quanto all'entità dell'eccesso di offerta nel mercato del lavoro statunitense, che riflette in parte il sostanziale calo del tasso di partecipazione alla forza lavoro, nel contesto delle accese discussioni sul ruolo relativo dei fattori ciclici e strutturali. Cfr. anche il riquadro 1, *La validità del tasso di disoccupazione come misura degli andamenti nel mercato del lavoro negli Stati Uniti*, nel numero di aprile 2014 di questo Bollettino.

3) Gli andamenti effettivi del tasso di partecipazione alle forze di lavoro sono determinati da fattori (strutturali) di più lungo periodo, principalmente cambiamenti demografici, oltre che variazioni cicliche, ad esempio riguardanti i lavoratori scoraggiati che escono temporaneamente dalla forza lavoro a causa delle deboli prospettive economiche. Per maggiori dettagli, cfr. *Slack in the labor market in 2014*, Congressional Budget Office, 2 settembre 2014.

4) Cfr. ad esempio Ball, L. e Mazumder, S., "Inflation Dynamics and the Great Recession", *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera 2011.

Figura B Misure del margine di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro

(in percentuale)



Fonti: Bureau of Labor Statistics, Congressional Budget Office ed elaborazioni della BCE.

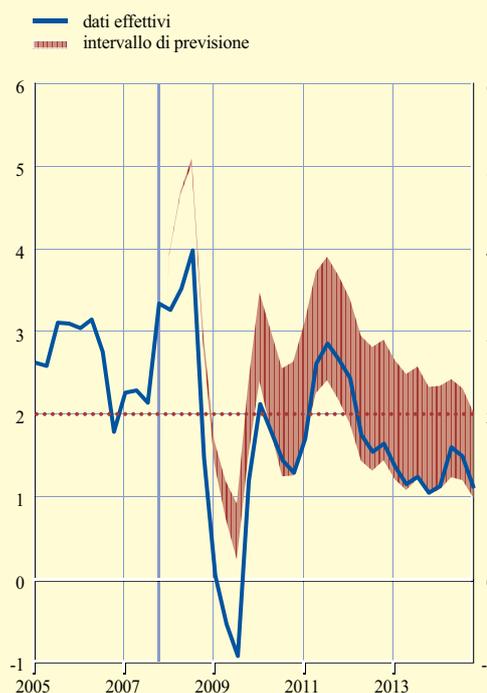
Nota: il tasso di disoccupazione a tasso di inflazione stabile (non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU) e il tasso potenziale di partecipazione alla forza di lavoro si basano su stime annue del Congressional Budget Office interpolate dagli esperti della BCE.

di Phillips stimati utilizzando quattro misure alternative dell'eccesso di offerta nel mercato del lavoro, l'inflazione ritardata e i prezzi all'importazione rilevano piuttosto bene la dinamica dell'inflazione a partire dal 2008. La figura C descrive le previsioni del modello per l'inflazione misurata sul deflatore della SCP, condizionate sui dati effettivi riguardanti il margine di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro e i prezzi all'importazione. Durante la recessione negli Stati Uniti le previsioni sono state superiori ai tassi di inflazione effettivi, soprattutto a causa dell'impatto al rialzo sulle stesse derivante dall'aumento dei prezzi all'importazione e delle quotazioni petrolifere fino all'estate del 2008. Dalla fine del 2009 l'inflazione si è per contro mantenuta sostanzialmente in linea con l'intervallo previsivo del modello, ancorché prossima al suo limite inferiore⁵⁾. Il fatto che l'inflazione non sia scesa maggiormente durante la recessione è probabilmente connesso alla persistenza dell'inflazione e all'incremento dei prezzi all'importazione, due fattori che hanno compensato il forte aumento dell'eccesso di offerta nel mercato del lavoro. La maggiore credibilità della banca centrale, che ha determinato aspettative di inflazione meglio ancorate nel tempo, e la presenza di rigidità al ribasso dei salari nominali sono altre determinanti suggerite dalla letteratura per spiegare perché l'inflazione potrebbe avere reagito meno che in passato agli andamenti del margine di capacità inutilizzata nell'economia.

Si prevede in prospettiva che le spinte inflazionistiche si intensifichino solo gradualmente negli Stati Uniti, poiché le pressioni al rialzo esercitate dalla ripresa economica in atto dovrebbero essere in parte controbilanciate nel breve periodo dagli andamenti dei corsi petroliferi e dei cambi. Nel contesto del rafforzamento della crescita economica negli Stati Uniti (cfr. sezione 1), la ripresa del mercato del lavoro ha continuato a rafforzarsi nel periodo recente. Si ritiene che, con il tempo, ciò si traduca gradualmente in maggiori pressioni su prezzi e salari. Altre determinanti dell'inflazione dovrebbero

Figura C Previsioni out-of-sample dell'inflazione misurata dal deflatore della spesa per consumi privati

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Bureau of Economic Analysis ed elaborazioni degli esperti della BCE.

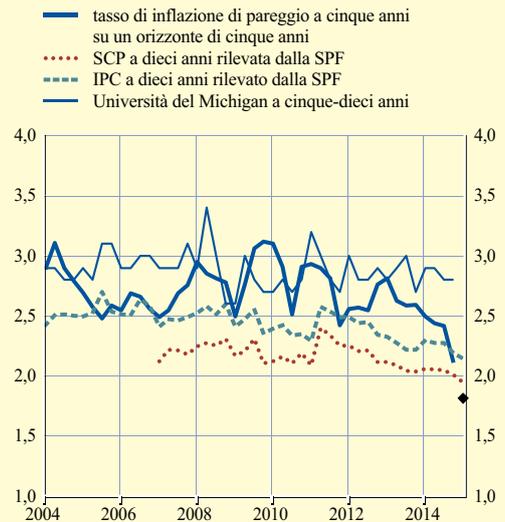
Nota: le previsioni dinamiche out-of-sample riguardano il periodo compreso tra il primo trimestre del 2008 e il quarto trimestre del 2014; l'intervallo di previsione è ricavato a partire da quattro diversi modelli di curva di Phillips aumentati con i prezzi all'importazione e 6 con l'unemployment gap, l'unemployment gap riferito alla disoccupazione di breve periodo, l'unemployment gap relativo alla disoccupazione di medio periodo o l'insieme dell'unemployment gap e del participation gap come misure del margine di capacità inutilizzata.

5) Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che l'eccesso di offerta nel mercato del lavoro nell'attuale fase di ripresa economica è superiore a quanto indicato da alcune delle misure utilizzate. Per esempio Janet Yellen, Presidente del Federal Reserve Board, ha rilevato che "il calo del tasso di disoccupazione [...] sovrastima in qualche misura il miglioramento delle condizioni complessive nel mercato del lavoro", cfr. Yellen, J., *Labor Market Dynamics and Monetary Policy*, discorso tenuto al Simposio economico della Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 22 agosto 2014.

bero tuttavia esercitare effetti contrastanti. In primo luogo si prevede che il forte calo dei corsi petroliferi a partire dall'estate scorsa faccia scendere notevolmente l'inflazione complessiva nel breve periodo e che i tassi di inflazione sui dodici mesi passino in territorio negativo nella prima metà del 2015. Tale effetto è amplificato dal recente apprezzamento del dollaro statunitense, che esercita pressioni al ribasso sui prezzi all'importazione. Tuttavia, entrambi questi effetti dovrebbero venire meno nel medio periodo. A lungo termine si prevede che le aspettative inflazionistiche forniscano un'ancora per l'inflazione. Anche se le attese di inflazione a cinque anni su un orizzonte di cinque anni desunte dalle informazioni di mercato sono diminuite sostanzialmente dalla metà del 2014 (cfr. figura D), ciò potrebbe essere in parte dovuto al calo dei premi per il rischio di inflazione. Al tempo stesso le misure delle aspettative di inflazione a lungo termine ricavate dalle indagini sono rimaste più stabili e sono coerenti con un graduale ritorno dell'inflazione sull'obiettivo di più lungo periodo del Federal Reserve System.

Figura D Misure a lungo termine delle attese di inflazione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Federal Reserve Board, Università del Michigan, Survey of Professional Forecasters e Bloomberg.

Note: il tasso di inflazione di pareggio riguarda l'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC); le aspettative di inflazione rilevate dalla Survey of Professional Forecasters (SPF) si riferiscono all'inflazione su un orizzonte di dieci anni misurata dal deflatore della spesa per consumi privati (SCP) o sull'IPC; le attese di inflazione dell'Università del Michigan non sono collegate a un particolare indice di prezzi. I dati relativi alle aspettative di inflazione ricavate dai mercati per il primo trimestre del 2015 si basano su una media delle statistiche giornaliere fino al 25 febbraio 2015.

RIQUADRO 2

CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DAL 12 NOVEMBRE 2014 AL 27 GENNAIO 2015

Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante i periodi di mantenimento delle riserve terminati il 9 dicembre 2014 e il 27 gennaio 2015, ossia l'undicesimo e il dodicesimo periodo di mantenimento del 2014. Nel periodo in esame i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP), sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sulle operazioni di deposito presso la banca centrale sono tutti rimasti invariati, allo 0,05, 0,30 e -0,20 per cento rispettivamente ¹⁾. L'11 dicembre 2014 è stata condotta la seconda operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), con la quale sono stati aggiudicati 129,8 miliardi di euro, a fronte di 82,6 miliardi di euro per la prima operazione ^{2), 3)}. Oltre al nuovo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3), sono stati effettuati a fine novembre 2014 i primi acquisti nell'ambito del Programma di acquisto di attività cartolarizzate (ABSPP).

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero di liquidità aggregato del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi e riserve obbligatorie, è aumentato di 26 miliardi di euro rispetto al periodo precedente (dal 13 agosto all'11 novembre 2014), collocandosi in media a 605,7 miliardi di euro. Questo incremento è riconducibile ai più elevati fattori autonomi, pari in media a 499,4 miliardi di euro.

L'aumento dei fattori autonomi è stato il prodotto dell'effetto combinato di varie componenti. Per quanto riguarda i fattori di assorbimento della liquidità, le banconote in circolazione sono aumentate in media di 24 miliardi di euro. La loro evoluzione ha seguito il solito profilo di fine anno, con un incremento di 41 miliardi di euro fra il 12 novembre 2014 e il 2 gennaio 2015, seguito da un calo sino alla fine del dodicesimo periodo di mantenimento. In aggiunta, i depositi delle amministrazioni pubbliche hanno continuato a ridursi nell'ultimo periodo di mantenimento in rassegna, a 66 miliardi in media, dai 72 miliardi di euro del precedente periodo di mantenimento terminato in dicembre 2014. Le tesorerie nazionali, infatti, hanno crescentemente cercato di investire la liquidità eccedente nel mercato, il che spiega in certa misura il minore volume di depositi detenuti presso l'Eurosistema.

Per quanto riguarda i fattori di immissione di liquidità, le attività nette denominate in euro si sono contratte in media di 7 miliardi di euro, a 526 miliardi. Ciò ha riflesso, fra l'altro, un aumento dei depositi denominati in euro collocati presso l'Eurosistema dagli istituti

1) Le ORP hanno continuato a essere effettuate tramite procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. La stessa procedura è rimasta in uso per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi. Il tasso di interesse in ciascuna ORLT è stato fissato al livello medio dei tassi delle ORP condotte nell'arco di vita della rispettiva ORLT.

2) Per quanto riguarda la prima OMRLT, cfr. il riquadro intitolato "Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 13 agosto all'11 novembre 2014", *Bollettino mensile*, BCE, dicembre 2014 (consultabile all'indirizzo: <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-bce/bol-bce-2014/Bollmensile-12-14.pdf>).

3) Nelle prime due OMRLT condotte in settembre e dicembre del 2014 è stato assegnato alle controparti un plafond iniziale per un importo pari al 7% dell'ammontare totale dei prestiti da loro erogati al settore privato non finanziario dell'area dell'euro, esclusi i prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, in essere al 30 aprile 2014. Tutte le OMRLT sono condotte come aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi e tasso fissato per la durata dell'operazione. Per le prime due operazioni è stato applicato il tasso sulle ORP in essere al momento dell'erogazione del finanziamento, maggiorato di un differenziale fisso di 10 punti base.

ufficiali esteri e ha segnato un'inversione di tendenza rispetto al precedente periodo esaminato, durante il quale alcuni di questi istituti avevano cercato di ridurre le disponibilità liquide detenute presso l'Eurosistema al fine di evitare l'applicazione di un tasso di interesse negativo.

La volatilità dei fattori autonomi è aumentata considerevolmente nel periodo in esame, invertendo il calo osservato nel periodo precedente. L'incremento è principalmente riconducibile alla maggiore volatilità delle attività nette denominate in euro, nonché alla domanda di banconote, conformemente con le dinamiche di fine anno. Benché sia rimasta elevata, la volatilità dei depositi delle amministrazioni pubbliche si è mantenuta in linea con quella osservata a partire dalla riduzione dei tassi nel settembre del 2014.

L'errore assoluto medio delle previsioni settimanali sui fattori autonomi è considerevolmente aumentato nel periodo in rassegna, passando da 4,8 a 8,7 miliardi di euro, principalmente a causa degli errori di previsione relativi ai depositi delle amministrazioni pubbliche. Resta difficile anticipare le attività di investimento delle tesorerie in concomitanza del livello decrescente dei tassi, già negativi, del mercato monetario a breve termine e alla volatilità della liquidità in eccesso.

Offerta di liquidità

L'ammontare medio della liquidità fornita tramite operazioni di mercato aperto è cresciuto nel periodo in esame di 61 miliardi di euro, a 759 miliardi, a causa sia dell'aumento (di 44 miliardi di euro) del ricorso alle operazioni effettuate tramite asta sia di quello (di 17,4 miliardi) dei portafogli di attività detenute a titolo definitivo.

La liquidità mediamente fornita tramite le operazioni d'asta è aumentata a 546,5 miliardi di euro, a fronte di 502,7 miliardi nel periodo precedente. Nel complesso, il calo derivante dai rimborsi anticipati delle ORLT triennali, pari in totale a 111,7 miliardi di euro, è stato più che compensato dai 129,8 miliardi aggiudicati nella seconda ORMLT, nonché dagli incrementi di 11 e 17,6 miliardi di euro della liquidità media immessa rispettivamente tramite le ORP e le ORLT a tre mesi. In vista dell'incipiente scadenza delle due ORLT a tre anni, il ritmo dei rimborsi anticipati era aumentato. In particolare, alcune controparti avevano restituito il 17 dicembre 2014 39,8 miliardi di euro al fine di partecipare alla seconda ORMLT, aggiudicata lo stesso giorno.

In aggiunta, la liquidità fornita tramite i portafogli di attività detenute a titolo definitivo è salita in media di 17,4 miliardi di euro sulla scia dell'attuazione del CBPP3 e dell'ABSPP. Gli acquisti nell'ambito di questi programmi (pari a 37,2 e 2,3 miliardi di euro rispettivamente alla fine del periodo in rassegna) hanno ampiamente compensato il calo derivante dalla scadenza di alcune obbligazioni nel portafoglio del Programma per il mercato dei titoli finanziari e nei due precedenti programmi di acquisto di obbligazioni garantite.

Estendendo l'esame al periodo immediatamente successivo a quello in rassegna, la scadenza della prima ORLT triennale il 29 gennaio 2015 non ha provocato riduzioni di rilievo nella liquidità in eccesso, rimasta superiore ai 150 miliardi di euro. Di fatto, i rimborsi sono stati in parte controbilanciati da un maggiore ricorso sia alla ORLT a tre mesi sia alla ORP e ha coinciso con una flessione temporanea dei fattori autonomi.

Liquidità in eccesso

La liquidità in eccesso è aumentata di 35,1 miliardi di euro, raggiungendo in media 153 miliardi nel periodo in esame, sebbene con differenze significative nei due periodi di mantenimento. Nell'undicesimo periodo di mantenimento la liquidità in eccesso è leggermente diminuita, a un livello medio di 105,1 miliardi di euro, il più basso registrato dal regolamento della prima ORLT a tre anni alla fine del 2011. Nel dodicesimo periodo di mantenimento, per contro, la liquidità eccedente è aumentata considerevolmente, raggiungendo una media di 176 miliardi di euro, in particolare per effetto dell'aggiudicazione della seconda OMRLT e degli effetti di fine anno.

Situazione di liquidità dell'Eurosistema

	dal 12 nov. 2014 al 27 gen. 2015		dal 13 ago. all'11 nov.		Dodicesimo periodo di mantenimento		Undicesimo periodo di mantenimento	
Passività – Fabbisogno di liquidità (valori medi in miliardi di euro)								
Fattori di liquidità autonomi	1.597,1	(+35,7)	1.561,4	1.603,6	(+17,9)	1.585,7	(+8,5)	
Banconote in circolazione	996,2	(+23,9)	972,3	1.005,5	(+25,7)	979,8	(+6,2)	
Depositi delle amministrazioni pubbliche	68,3	(-5,5)	73,8	66,3	(-5,3)	71,6	(-4,5)	
Altri fattori autonomi	532,6	(+17,3)	515,3	531,7	(-2,5)	534,3	(+6,7)	
Strumenti di politica monetaria								
Conti correnti	217,8	(+21,4)	196,3	236,3	(+50,8)	185,4	(-2,8)	
Riserve obbligatorie minime	106,3	(+0,9)	105,4	106,2	(-0,2)	106,5	(+0,7)	
Depositi presso la banca centrale	41,9	(+14,7)	27,1	50,2	(+23,0)	27,3	(-3,7)	
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Attività – Offerta di liquidità (valori medi in miliardi di euro)								
Fattori di liquidità autonomi	1.098,0	(+10,5)	1.087,5	1.098,6	(+1,7)	1.096,9	(+1,4)	
Attività nette sull'estero	572,0	(+17,4)	554,6	576,4	(+12,2)	564,3	(+2,3)	
Attività nette denominate in euro	526,0	(-7,0)	532,9	522,2	(-10,4)	532,6	(-0,8)	
Strumenti di politica monetaria								
Operazioni di mercato aperto	758,6	(+61,2)	697,4	791,3	(+89,8)	701,5	(+0,4)	
Operazioni d'asta offerte	546,5	(+43,8)	502,7	573,4	(+73,9)	499,5	(-8,2)	
ORP	113,3	(+11,0)	102,3	119,0	(+15,7)	103,3	(+8,1)	
Operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
ORLT a tre mesi	43,4	(+17,6)	25,8	49,0	(+15,5)	33,5	(+7,3)	
ORLT a tre anni	236,4	(-93,7)	330,1	211,5	(-68,5)	280,0	(-23,6)	
ORLT mirate	153,4	(+108,9)	44,5	193,9	(+111,3)	82,6	(+0,0)	
Portafogli definitivi	212,1	(+17,4)	194,7	217,9	(+15,9)	202,0	(+8,6)	
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	29,0	(-2,9)	31,9	28,8	(-0,7)	29,5	(-1,4)	
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	12,8	(-0,8)	13,6	12,8	(-0,1)	12,9	(-0,4)	
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	25,0	(+23,9)	1,1	30,5	(+15,2)	15,3	(+12,5)	
Programma per il mercato dei titoli finanziari	144,1	(-4,0)	148,1	144,1	(+0,1)	144,0	(-2,3)	
Programma per l'acquisto di attività cartolarizzate	1,2	(+1,2)	0,0	1,7	(+1,5)	0,2	(+0,2)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,4	(+0,2)	0,2	0,5	(+0,3)	0,2	(-0,0)	
Altre informazioni basate sulla liquidità (valori medi in miliardi di euro)								
Fabbisogno aggregato di liquidità	605,7	(+26,1)	579,6	611,6	(+16,1)	595,4	(+7,7)	
Fattori autonomi	499,4	(+25,3)	474,1	505,3	(+16,3)	489,0	(+7,0)	
Liquidità in eccesso	153,0	(+35,1)	117,8	179,8	(+73,7)	106,0	(-7,2)	
Rimborso delle ORLT a tre anni ¹⁾	111,7	(+36,5)	75,2	88,9	(+66,1)	22,8	(-0,7)	
Andamento dei tassi di interesse (valori percentuali)								
ORP	0,05	(-0,03)	0,08	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,30	(-0,03)	0,33	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)	
Depositi presso la banca centrale	-0,20	(-0,03)	-0,17	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)	
Media EONIA	-0,031	(-0,033)	0,002	-0,047	(-0,044)	-0,003	(+0,000)	

Fonte: BCE.

Nota: dato che tutte le cifre riportate in tabella sono state arrotondate, in alcuni casi il valore indicato come variazione rispetto al periodo precedente non corrisponde alla differenza effettiva tra i valori arrotondati forniti per i due periodi (differenza di 0,1 miliardi di euro).

1) Per i rimborsi delle ORLT a tre anni viene riportata la somma in miliardi di euro anziché la media.

La liquidità in eccesso ha evidenziato notevoli oscillazioni, specialmente durante il dodicesimo periodo di mantenimento, che è stato anche il primo con una durata estesa a 49 giorni⁴⁾. Da un minimo di 70,9 miliardi di euro il 24 novembre 2014, la liquidità in eccesso è salita a 261,2 miliardi il 31 dicembre 2014, per poi flettere a 126,5 miliardi di euro il 27 gennaio 2015, per effetto dei maggiori fattori autonomi e del calo relativo delle operazioni di mercato aperto.

Considerato il maggiore livello della liquidità in eccesso, le disponibilità giornaliere depositate in conto corrente hanno segnato un aumento considerevole, di 21 miliardi di euro in media rispetto al periodo precedente, portandosi a 218 miliardi. Anche il ricorso ai depositi presso la banca centrale è ulteriormente cresciuto, da una media di 21,1 a 41,9 miliardi di euro. Nel periodo in rassegna il ricorso a queste operazioni è salito al 27 per cento delle riserve in eccesso⁵⁾, rispetto a una media del 23 per cento nel periodo precedente. Ciò potrebbe segnalare, da parte di varie controparti, un maggiore interesse a detenere liquidità in eccesso presso la banca centrale a fini operativi e regolamentari.

Andamenti dei tassi di interesse

Il tasso Eonia si è collocato in media a -0,3 e -4,7 punti base rispettivamente nell'undicesimo e dodicesimo periodo di mantenimento. Il suo calo è risultato da un lieve aumento dell'effetto di trasmissione ai tassi a breve termine della riduzione dei tassi di interesse decisa nel settembre 2014, aumento che potrebbe in parte collegarsi alle condizioni generalmente più distese di liquidità e a una maggiore consapevolezza che il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale si trasmetta alla base di depositi. Tuttavia, i tassi overnight sono rimasti ben al disopra del tasso sui depositi presso la banca centrale, pari a -20 punti base.

4) Per i periodi di mantenimento delle riserve è stato introdotto un nuovo calendario allineato alla nuova periodicità di sei settimane prevista per le riunioni del Consiglio direttivo.

5) Disponibilità medie detenute in conto corrente in eccesso rispetto all'obbligo di riserva.

RIQUADRO 3

RECENTI MOVIMENTI DEL TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il tasso di cambio effettivo nominale (TCEN) rappresenta un'utile misura aggregata delle oscillazioni del cambio che influiscono sulle economie attraverso i loro legami commerciali, poiché riunisce in un unico indicatore i vari tassi bilaterali nei confronti di ciascun partner commerciale. Per l'area dell'euro i due TCEN più rilevanti sono calcolati sulla base di un insieme ristretto e uno ampio di partner commerciali, che comprendono rispettivamente 19 paesi (TCEN-19) e 38 paesi (TCEN-38)¹⁾.

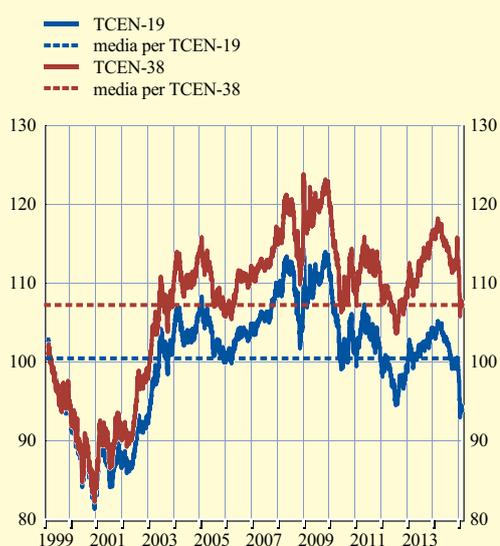
Il TCEN dell'euro ha registrato ampie oscillazioni dall'inizio della crisi finanziaria mondiale. In una prospettiva a più lungo termine, tali movimenti di vasta portata non sono insoliti ed erano stati osservati anche prima della crisi (cfr. figura A). L'euro è sceso temporaneamente a un livello minimo nell'estate 2012 nel contesto della crisi del debito sovrano dell'area dell'euro. Con il miglioramento del clima di fiducia, in seguito all'annuncio delle operazioni definitive monetarie da parte della BCE, la moneta unica si è ripresa e rafforzata con continuità fino a maggio 2014. Cambiamenti nelle aspettative del mercato riguardo all'orientamento futuro della politica monetaria della BCE rispetto ad altre importanti banche centrali hanno successivamente dato inizio a un periodo di indebolimento dell'euro, durante il quale i diversi TCEN, nonché numerosi tassi di cambio bilaterali dell'euro, sono scesi a livelli prossimi (TCEN-38) o inferiori (TCEN-19) alle rispettive medie di più lungo periodo.

Dal valore massimo post-crisi raggiunto all'inizio di maggio 2014 al valore minimo del 23 gennaio 2015, il TCEN ampio si è indebolito di circa il 10 per cento, benché si sia stabilizzato nelle recenti settimane con il ritorno degli afflussi di capitale che ha fatto seguito all'annuncio della BCE sul programma ampliato di acquisto di attività dopo la riunione del Consiglio direttivo del 22 gennaio 2015 (cfr. la sezione "Andamenti finanziari"). Tuttavia, il calo complessivo da maggio dell'anno scorso cela un'evoluzione divergente dei diversi tassi di cambio bilaterali. Scomponendo questa variazione in apporti individuali (cfr. figure B e C) emerge che, sebbene gran parte delle valute principali abbia contribuito a tale dinamica al ribasso, l'intensità, la persistenza e la tempistica di questi profili bilaterali hanno evidenziato notevoli differenze.

1) I pesi, che combinano informazioni sia sulle importazioni sia sulle esportazioni, riflettono l'importanza di diversi paesi per quanto riguarda l'interscambio commerciale di manufatti nell'area dell'euro (cfr. anche Schmitz, M. et al., "Revisiting the effective exchange rates of the euro", *Occasional Paper Series*, n. 134, BCE, giugno 2012).

Figura A Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCEN-19 e TCEN-38)

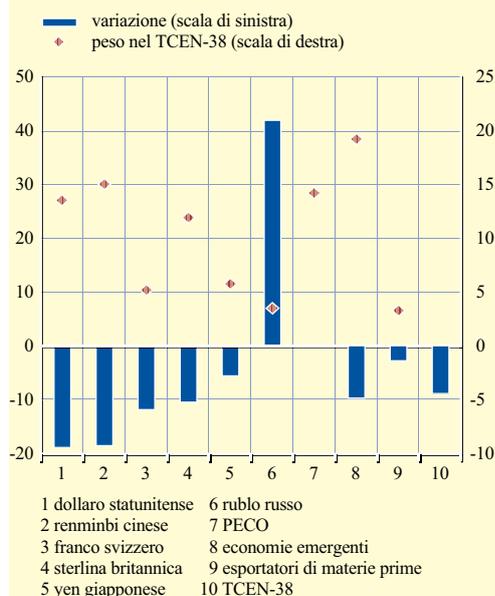
(indice: 1° trimestre 1999 = 100)



Fonti: BCE.
Note: l'ultima osservazione si riferisce al 20 febbraio 2015. Per "media" si intende la media dal 1° gennaio 1999.

Figura B Evoluzione di alcuni tassi di cambio dell'euro e pesi nel TCEN-38

(valori percentuali; in percentuale)

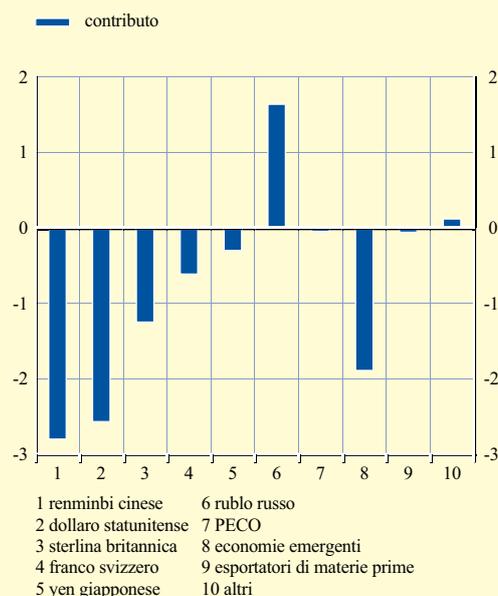


Fonte: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: "PECO" comprende il lev bulgaro, la corona ceca, la kuna croata, il fiorino ungherese, lo zloty polacco e il leu rumeno; "esportatori di materie prime" comprende il dollaro australiano, il dollaro canadese, la corona norvegese e il dollaro neozelandese; "economie emergenti" comprende il dollaro di Hong Kong, il dollaro di Singapore, il won coreano, la rupia indonesiana, la rupia indiana, il ringgit malese, il peso filippino, il dollaro di Taiwan, il baht thailandese, il peso argentino, il real brasiliano, il peso messicano, il rand sudafricano e la lira turca. La figura si riferisce al periodo compreso tra il 6 maggio 2014 e il 20 febbraio 2015.

Figura C Contributo per valuta alla variazione nel TCEN-38

(punti percentuali)



Fonte: BCE ed elaborazione BCE.

Note: "PECO" comprende il lev bulgaro, la corona ceca, la kuna croata, il fiorino ungherese, lo zloty polacco e il leu rumeno; "esportatori di materie prime" comprende il dollaro australiano, il dollaro canadese, la corona norvegese e il dollaro neozelandese; "economie emergenti" comprende il dollaro di Hong Kong, il dollaro di Singapore, il won coreano, la rupia indonesiana, la rupia indiana, il ringgit malese, il peso filippino, il dollaro di Taiwan, il baht thailandese, il peso argentino, il real brasiliano, il peso messicano, il rand sudafricano e la lira turca; "altri" comprende la corona danese, la corona svedese, il dinaro algerino, il peso cileno, la corona islandese, lo shekel israeliano, il dirham marocchino e il bolivar venezuelano. La figura si riferisce al periodo compreso tra il 6 maggio 2014 e il 20 febbraio 2015.

Guardando agli andamenti dei tassi di cambio bilaterali da maggio 2014 alla fine di febbraio 2015, la metà del calo del TCEN-38 è riconducibile congiuntamente al dollaro statunitense e al renminbi cinese. Il dollaro è stato sostenuto dalle attese di ulteriori divergenze nelle politiche monetarie dell'area dell'euro e degli Stati Uniti, dall'incertezza del mercato a fronte della diminuzione dei prezzi delle materie prime e dall'acuirsi delle tensioni geopolitiche (cfr. figura C). Il dollaro ha guadagnato circa il 20 per cento sull'euro, così come il renminbi cinese, responsabile di un altro quarto del deprezzamento complessivo. Diversamente dall'indebolimento protratto dell'euro contro queste due divise, il deprezzamento sul franco svizzero è avvenuto in modo repentino, dopo l'annuncio della Banca nazionale svizzera del 15 gennaio 2015 relativo all'abbandono dell'obiettivo di un cambio minimo di 1,20 franchi svizzeri per un euro. Il deprezzamento del 20 per cento della moneta unica rispetto alla valuta elvetica, che ha pesato all'incirca per il 5 per cento sul TCEN-38, ha costituito pressoché un decimo della flessione del TCEN-38. Alla fine del periodo in esame l'euro è stato scambiato su valori inferiori anche nei confronti dello yen giapponese, il quale è stato sostenuto da una minore propensione al rischio. La moneta unica ha perso circa il 10 per cento sulla sterlina britannica e sulle divise di alcune economie emergenti.

L'indebolimento del TCEN ampio è stato attenuato dal rafforzamento dell'euro di circa il 40 per cento sul rublo russo, che ha subito forti pressioni a causa delle tensioni in Ucraina. La moneta unica si è altresì consolidata sulla corona svedese nell'arco del periodo in rassegna, per effetto tra l'altro del recente allentamento della politica monetaria da parte della Sveriges riksbank (cfr. la sezione "Andamenti finanziari"). La corona danese, che partecipa agli AEC II (Accordi europei di cambio), è stata soggetta a pressioni al rialzo rispetto all'euro durante questo periodo; tuttavia, ha seguito a essere scambiata su livelli del tutto prossimi alla sua parità centrale nel quadro degli AEC II, dato che la Danmarks Nationalbank ha effettuato operazioni di acquisto sul mercato dei cambi e ha ridotto i tassi di interesse in diverse occasioni. L'euro si è mantenuto relativamente stabile anche sulle valute dei paesi esportatori di materie prime, sottoposti a spinte al ribasso per via del calo delle quotazioni petrolifere, nonché sulle valute dei paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti all'UE.

FATTORI ALLA BASE DELLE RECENTI SCELTE DI RISPARMIO DELLE FAMIGLIE NELL'AREA DELL'EURO

Il rapporto tra risparmio e reddito è un indicatore importante del comportamento delle famiglie che incide sulla dinamica dei consumi privati reali e, più in generale, sul ritmo della crescita economica. In linea di principio, le decisioni delle famiglie in materia di consumo e risparmio sono influenzate da vari fattori. Ad esempio, in periodi di elevata incertezza le famiglie di norma aumentano la quota di reddito disponibile che viene risparmiata a fini precauzionali. Per contro, gli effetti sui consumi degli shock avversi ma temporanei al reddito disponibile sono mitigati di norma da un calo del tasso di risparmio (un meccanismo definito redistribuzione nel tempo dei consumi).

Negli ultimi anni il tasso di risparmio delle famiglie nell'area dell'euro si è stabilizzato su livelli relativamente bassi rispetto alla media storica. Questa stabilizzazione è ascrivibile a diversi fattori che in sostanza si sono compensati reciprocamente.

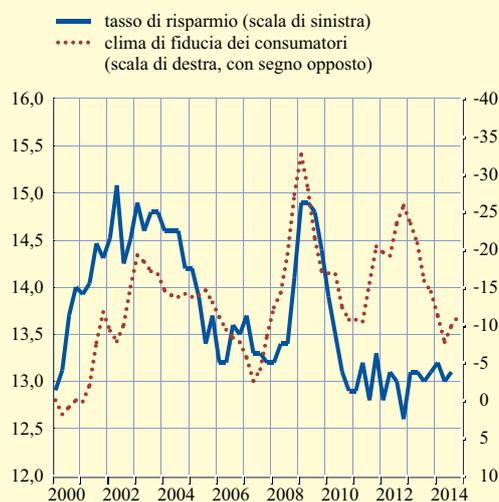
Analizzando il comportamento dei risparmiatori nell'area dell'euro in una prospettiva storica, si possono distinguere alcuni periodi specifici, ciascuno dei quali è caratterizzato da un diverso grado di influenza delle principali determinanti. Prima della crisi economica e finanziaria, il saggio di risparmio oscillava tra il 13 e il 15 per cento e nei due anni antecedenti la crisi è rimasto sostanzialmente stabile (cfr. figura A).

Nella prima fase della recessione e nel periodo immediatamente successivo, ossia tra il 2008 e il 2010, il tasso di risparmio delle famiglie è salito temporaneamente, sospinto soprattutto dalla fragilità della fiducia dei consumatori, per poi tornare a scendere. L'incertezza piuttosto elevata in quel periodo ha sospinto il saggio di risparmio al 14,9 per cento nel primo trimestre del 2009, principalmente per motivi precauzionali. Questo rialzo potrebbe essere stato determinato anche dalle politiche fiscali espansive adottate in quel momento, che hanno consentito alle famiglie di utilizzare il maggiore reddito disponibile reale per rafforzare la propensione al risparmio (un meccanismo definito effetto Ricardo). Tuttavia, con il miglioramento della fiducia dei consumatori durante la fase di ripresa nel 2010, il saggio di risparmio è tornato a diminuire.

Dal 2011 il saggio di risparmio è rimasto sostanzialmente stabile su livelli relativamente bassi, riflettendo gli effetti di compensazione di vari fattori che influenzano le decisioni delle famiglie. Da un lato, le pressioni al ribasso sul tasso di risparmio

Figura A Tasso di risparmio delle famiglie e clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro

(percentuali di reddito disponibile, saldi percentuali)



Fonti: Eurostat e Commissione europea, DG-ECFIN.

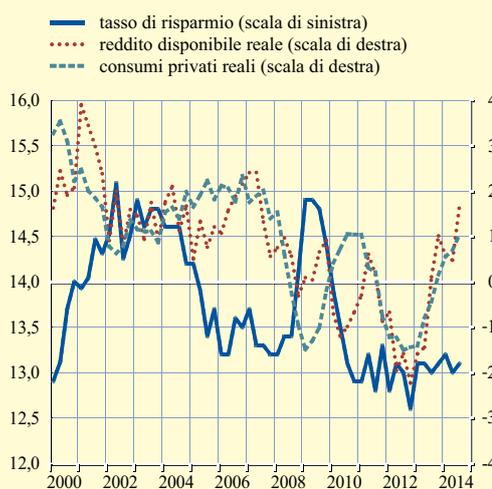
sono state determinate dal debole andamento del reddito disponibile reale (attraverso la rimodulazione dei consumi, cfr. la figura B), dai tassi di interesse relativamente bassi (che scoraggiano il risparmio) e dall'elevata disoccupazione (che ha reso necessario un decumulo del risparmio in alcuni paesi). Dall'altro lato, le spinte al rialzo sul saggio di risparmio sono state generate principalmente dall'accresciuta incertezza (attraverso un rafforzamento del risparmio per fini precauzionali) e dalle forti pressioni al ridimensionamento della leva finanziaria delle famiglie in diversi paesi. Nel complesso, dati gli effetti opposti di questi fattori, il tasso di risparmio delle famiglie si è mantenuto relativamente stabile, intorno al 13 per cento, un livello contenuto in termini storici.

I profili di risparmio nei vari paesi sono stati caratterizzati da notevole eterogeneità negli ultimi anni. L'andamento a campana del tasso di risparmio nell'area dell'euro durante la prima fase della recessione, ossia tra il 2008 e il 2010, è stato determinato in ampia misura dagli andamenti in Spagna e, in parte, anche in Francia e nelle economie minori dell'area (cfr. figura C)¹⁾. Il brusco incremento dei risparmi delle famiglie in Spagna ha rispecchiato un rafforzamento della crescita del reddito disponibile reale delle famiglie nel 2009 (cfr. figura D), dovuto, almeno in parte, alle iniziative di sostegno di natura fiscale adottate in quel periodo. Il reddito disponibile reale delle famiglie, mentre è aumentato ancora in Francia nella prima fase della recessione e, in media, anche nelle economie più piccole dell'area nel 2009, è diminuito in Italia nel periodo dal 2008 al 2013. L'andamento complessivamente stabile dei risparmi delle famiglie nell'area dell'euro dal 2011 riflette i saggi di risparmio sostanzialmente stabili in Germania, Francia e, in media, nelle eco-

1) In questo riquadro, il termine "economie minori" si riferisce a tutte le economie dell'area dell'euro ad esclusione di Germania, Spagna, Francia e Italia.

Figura B Tasso di risparmio delle famiglie, reddito disponibile reale e consumi privati nell'area dell'euro

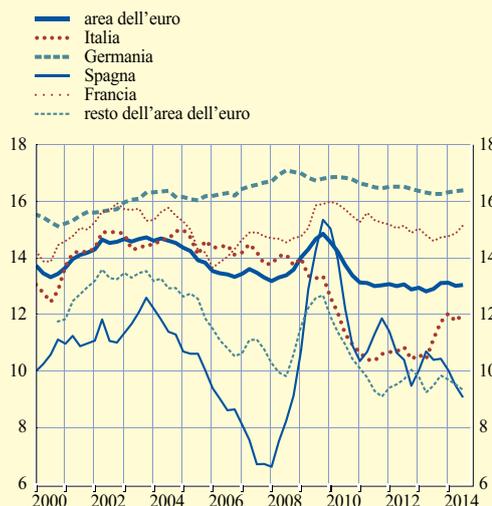
(percentuali di reddito disponibile; tasso di crescita sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura C Tasso di risparmio delle famiglie nei maggiori paesi dell'area dell'euro

(risparmio lordo in percentuale della somma mobile di quattro trimestri del reddito lordo disponibile)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: data l'indisponibilità per tutti i paesi dell'area dell'euro dei dati trimestrali di contabilità per settore, i dati relativi al resto dell'area dell'euro si riferiscono alle differenze (nei livelli) tra l'aggregato dell'area dell'euro e le somme totali per i quattro principali paesi.

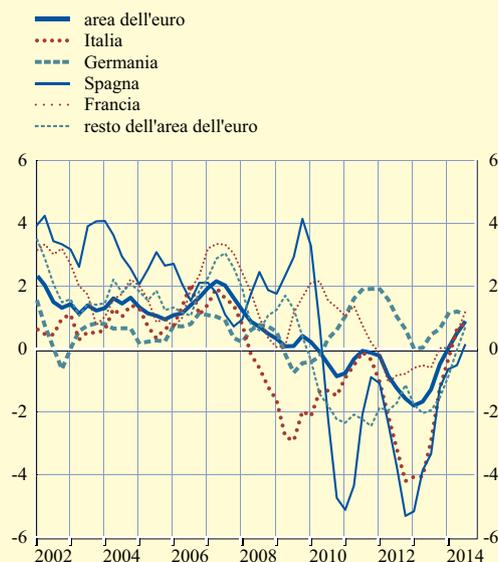
nomie minori dell'area dell'euro. Per contro, il tasso di risparmio ha continuato a diminuire in Spagna, mentre in Italia, dopo essersi stabilizzato, è aumentato dalla metà del 2013, riflettendo la ripresa del reddito disponibile reale delle famiglie.

In prospettiva, il calo relativamente brusco dei corsi petroliferi osservato dall'estate del 2014 dovrebbe sostenere una temporanea ripresa del tasso di risparmio. Ciò è coerente con le regolarità storiche, da cui si evince che un'ampia parte dell'incremento del reddito disponibile reale dovuto a un calo durevole dei prezzi dei beni energetici viene inizialmente risparmiato. Tuttavia, è probabile che dopo alcuni trimestri il saggio di risparmio torni sui livelli iniziali. Nel contempo, a questo andamento fa riscontro un ulteriore aumento dei consumi, in quanto le famiglie cominciano a spendere una quantità maggiore dell'incremento del reddito disponibile reale.

La risposta attesa del tasso di risparmio, che assume una configurazione a campana, può essere legata all'incertezza che caratterizza gli aumenti del reddito disponibile reale connessi ai beni energetici. Gli aumenti, anche se protratti, del reddito reale dovuti a decrementi dei prezzi dell'energia sono generalmente caratterizzati da una maggiore incertezza rispetto agli incrementi del reddito reale di altra origine. Ad esempio, il risparmio a fini precauzionali potrebbe spiegare l'andamento a campana della risposta del tasso di risparmio, poiché le famiglie tendono inizialmente a risparmiare parte delle entrate straordinarie e mantengono un atteggiamento prudentiale per verificare se l'aumento del reddito reale è duraturo. Nel complesso, indipendentemente dal meccanismo di fondo, le evidenze disponibili suggeriscono che il perdurante calo dei corsi petroliferi dovrebbe sostenere temporaneamente il tasso di risparmio delle famiglie, mentre gli aumenti del reddito si tradurrebbero progressivamente in maggiori consumi.

Figura D Crescita del reddito disponibile reale delle famiglie nei maggiori paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali in media d'anno)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: data l'indisponibilità per tutti i paesi dell'area dell'euro dei dati trimestrali di contabilità per settore, i dati relativi al resto dell'area dell'euro si riferiscono alle differenze (nei livelli) tra l'aggregato dell'area dell'euro e le somme totali per i quattro principali paesi.

RIQUADRO 5

LA PROCEDURA PER GLI SQUILIBRI MACROECONOMICI DEL 2015

La procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM), introdotta in novembre 2011, è un elemento fondamentale del quadro per la governance rafforzata dell'UE che ha lo scopo di evitare l'emergere di squilibri macroeconomici dannosi e di correggere tali squilibri laddove divengano eccessivi. La PSM riguarda tutti gli Stati membri dell'UE, a eccezione di quelli soggetti a un programma di aggiustamento macroeconomico. Dopo un primo esame basato su una serie di indicatori, la Commissione svolge analisi approfondite per un determinato gruppo di paesi al fine di valutare la gravità degli squilibri segnalati dagli indicatori. Qualora si concluda che sono effettivamente presenti squilibri, lo Stato membro interessato riceve raccomandazioni sulle politiche da parte del Consiglio dell'UE basate su una raccomandazione della Commissione (il cosiddetto braccio preventivo). Per contro, qualora gli squilibri siano ritenuti eccessivi dovrebbe essere avviata la procedura per gli squilibri eccessivi su raccomandazione della Commissione¹⁾. Nell'ambito di questo meccanismo correttivo, il paese in questione è tenuto a presentare un piano di azione in cui delinea le misure ufficiali di contrasto agli squilibri eccessivi, che devono essere approvate dal Consiglio. In caso di reiterata mancata presentazione di un piano adeguato o di inosservanza di un piano approvato da parte di un paese appartenente all'area dell'euro, il Consiglio può imporre sanzioni finanziarie al paese in questione.

Risultato dell'esame approfondito del 2015

Il risultato dell'esame approfondito del 2015 mostra che la Commissione europea ha individuato cinque paesi in cui si riscontrano squilibri eccessivi: Bulgaria, Francia, Croazia, Italia e Portogallo. La Commissione ha deciso di intensificare la procedura per Germania (dal livello 2 al livello 3), Francia (dal livello 4 al livello 5) e, in modo marcato, Bulgaria (dal livello 2 al livello 5) e di allentare la procedura per la Slovenia (dal livello 5 al livello 4). L'Italia e la Croazia sono nella stessa categoria dal 2014. Quest'anno Romania (al livello 2) e Portogallo (al livello 5) sono entrati nella procedura in seguito alla conclusione dei loro programmi di aggiustamento macroeconomico. Si tratta del primo anno in cui la Commissione ha formalmente introdotto la classificazione degli squilibri in sei livelli, i quali comunque erano già stati utilizzati implicitamente nell'esercizio del 2014 (cfr. tavola A).

Benché abbia identificato squilibri eccessivi in cinque paesi, la Commissione al momento non propone di attivare la procedura per gli squilibri eccessivi. La Commissione ha pertanto deciso di non ricorrere appieno a tutti i provvedimenti disponibili nell'ambito della PSM, ossia il braccio correttivo della procedura. Nei casi di Croazia e Francia, tuttavia, la Commissione ha di fatto annunciato che sta considerando di avviare la procedura per gli squilibri eccessivi in maggio 2015, qualora entro tale data i governi dei rispettivi paesi non si impegnino ad attuare riforme strutturali risolutive.

Considerazioni sulle conclusioni relative all'esame approfondito del 2015

Il risultato dell'esame approfondito del 2015 indica che la gravità degli squilibri sta aumentando in diversi paesi. Questo risultato è preoccupante poiché una delle ragioni

1) Considerando 22 del Regolamento (UE) n. 1176/2011 sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici.

Tavola A Categorie relative alla procedura per gli squilibri macroeconomici

1		2		3		4		5		6	
2014	1015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
DK	DK	BE	BE	HU	HU	IE	IE	HR	HR		
LU	LU	BG	NL		DE	ES	ES	IT	FR		
MT	MT	DE	SE			FR	SI	SI	IT		
AT	AT	NL	RO						PT		
LT	LT	SE	UK						BG		
LV	LV	UK	FI								
EE	EE	FI									
PO	PO										
CZ	CZ										
SK	SK										

Fonte: Commissione europea.

Legenda: 1 = nessuno squilibrio; 2 = squilibri che richiedono monitoraggio e azione politica; 3 = squilibri che richiedono monitoraggio e un'azione politica risoluta; 4 = squilibri che richiedono un monitoraggio specifico e un'azione politica risoluta; 5 = squilibri eccessivi che richiedono un'azione politica risoluta; 6 = squilibri eccessivi che richiedono un'azione politica risoluta e l'attivazione della procedura per gli squilibri eccessivi. Codice cromatico: rosso per i paesi soggetti a un'intensificazione della procedura, verde per i paesi soggetti a un allentamento e blu per i paesi che sono entrati nella procedura nel 2015.

principali per introdurre la PSM era che tale procedura poteva aiutare a evitare l'emergere di squilibri dannosi e favorire il rientro degli squilibri già esistenti. Ogni anno, invece, si un numero crescente di paesi presenta squilibri eccessivi (da zero nel 2012 a cinque nel 2015), ma la procedura per gli squilibri eccessivi non è mai stata chiamata in causa dalla Commissione. Ciò solleva qualche interrogativo sull'applicazione della PSM e sull'efficacia del suo meccanismo preventivo.

Attuazione insufficiente delle raccomandazioni specifiche per paese relative alle riforme

La Commissione attribuisce un peso rilevante agli impegni assunti sul piano delle politiche nel valutare il livello di gravità degli squilibri. Sebbene siano necessari impegni credibili per realizzare le riforme, la valutazione del grado degli squilibri dovrebbe basarsi soprattutto su interventi efficaci sul fronte delle politiche. Le esperienze passate hanno mostrato che l'annuncio di una riforma molto spesso non ne implica l'attuazione, come conferma la valutazione della Commissione sull'applicazione delle raccomandazioni specifiche per paese, e questo desta preoccupazione riguardo ai progressi compiuti (cfr. tavola B).

Concentrandosi sui paesi dell'area dell'euro, la Commissione osserva che nessuno di essi ha pienamente applicato alcuna delle raccomandazioni del 2014. Mentre in alcuni paesi lo sforzo riformatore è stato intensificato, nella maggioranza dei paesi i progressi sono stati piuttosto limitati (cfr. tavola B) e non commisurati alle vulnerabilità residue. In particolare, tra i paesi da cui ci si aspettava un'"azione politica risoluta" durante la PSM del 2014 (ossia i paesi nelle categorie 4 e 5 della tavola A), Spagna, Irlanda e Italia hanno compiuto "pochi" progressi e Francia progressi "limitati" su gran parte delle raccomandazioni specifiche per paese. Questa valutazione appare in contrasto con il (reiterato) appello a un'"azione politica risoluta" lanciato dalla Commissione e segnala una certa debolezza del braccio preventivo della PSM. Vista la necessità di ridurre le vulnerabilità e dare impulso a una crescita sostenibile nei paesi sopra citati e nel resto dell'area, i progressi insufficienti sinora riscontrati sollecitano una notevole intensificazione dell'intervento di riforma.

Tavola B Valutazione della Commissione europea sull'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese del 2014

Raccomandazioni sulle riforme	BE	BG	HR	CZ	DK	DE	EE	ES	FR	IE	IT	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PT	PL	RO	SI	SK	FI	SE	UK	
1	Orange	Red	Orange	Yellow	Blue	Orange	Blue	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Red	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange									
2	Orange	Red	Orange																								
3	Blue	Orange	Blue	Orange	Orange	Orange	Orange																				
4	Orange	Blue	Orange	Orange	Orange	Orange																					
5	Orange																										
6	Orange	Blue	Orange	Orange	Orange	Orange																					
7	Orange																										
8	Orange																										

Green	pienamente applicate
Blue	progressi notevoli
Yellow	pochi progressi
Orange	progressi limitati
Red	nessun progresso

Fonte: Commissione europea.

Note: le categorie indicate di seguito sono utilizzate per valutare i progressi nell'attuazione delle raccomandazioni specifiche per paese del 2014. Nessun progresso: lo Stato membro non ha annunciato né adottato alcuna misura per dare applicazione alle raccomandazioni specifiche per paese; questa categoria si riferisce anche al caso in cui uno Stato membro abbia commissionato a un gruppo di studio la valutazione di possibili misure. Progressi limitati: lo Stato membro ha annunciato alcune misure per dare applicazione alle raccomandazioni specifiche per paese, tuttavia tali misure appaiono insufficienti e/o la loro adozione/attuazione è a rischio. Pochi progressi: lo Stato membro ha annunciato o adottato misure per dare applicazione alle raccomandazioni specifiche per paese; tali misure sono promettenti, tuttavia non tutte sono già state attuate e l'attuazione non è sicura per tutti i casi. Progressi notevoli: lo Stato membro ha adottato delle misure, gran parte delle quali sono state attuate; tali misure sono efficaci nel dare applicazione alle raccomandazioni specifiche per paese. Pienamente applicate: lo Stato membro ha adottato e attuato misure che danno applicazione in modo adeguato alle raccomandazioni specifiche per paese.

È importante ricorrere in modo completo ed efficace agli strumenti della PSM, comprese le misure del suo meccanismo correttivo, al fine di ridurre i rischi potenziali per il regolare funzionamento dell'UEM.

EFFETTI DEL COMMERCIO ELETTRONICO SULL'INFLAZIONE

Si ritiene che la crescita del commercio elettronico (e-commerce) contribuisca a un abbassamento dei prezzi e quindi anche dell'inflazione. L'evidenza empirica finora disponibile suggerisce che l'effetto frenante esercitato dalla crescita dell'e-commerce sia limitato. Tale riscontro peraltro è caratterizzato da notevole incertezza a causa delle limitazioni insite nei dati.

Il possibile impatto dell'e-commerce sui prezzi e sull'inflazione

Il termine e-commerce si riferisce di solito all'acquisto o alla vendita di beni o servizi tramite una rete elettronica, come Internet. Le transazioni basate su Internet si sono diffuse maggiormente sia nel mercato al dettaglio sia in quello tra imprese.

L'espansione dell'e-commerce può portare a una riduzione dei prezzi in due modi principali. In primo luogo, rispetto ai canali distributivi fisici, l'e-commerce permette di ottenere risparmi di costo nei mercati all'ingrosso e al dettaglio, che gli esercenti sia tradizionali sia online possono trasferire ai clienti. In secondo luogo, l'e-commerce può consentire un abbassamento dei prezzi grazie alla maggiore concorrenza tra i fornitori, in quanto i clienti possono cercare comodamente le offerte più vantaggiose su Internet e quindi costringere i fornitori sia tradizionali sia online a mantenere bassi i prezzi, riducendo potenzialmente i loro margini di profitto. Va notato che in entrambi i casi il calo dei prezzi può verificarsi anche quando la quota di mercato dell'e-commerce è ancora relativamente modesta.

I possibili effetti della crescita dell'e-commerce sull'inflazione si manterrebbero solo fino alla stabilizzazione della crescita dell'e-commerce in tutti i mercati, un processo che potrebbe richiedere un lungo periodo di tempo. Le transazioni online rappresentano una nuova tecnologia a cui i mercati devono adeguarsi con gradualità. Durante tale processo, le pressioni sui prezzi potrebbero moderarsi, ma ci si attende che gli effetti si attenuino una volta raggiunto un nuovo equilibrio ¹⁾.

Il ricorso all'e-commerce nell'area dell'euro

Negli ultimi dieci anni la quota di vendite elettroniche ai consumatori e alle aziende rispetto al fatturato totale è aumentata in gran parte dei paesi dell'area dell'euro, anche se tra di essi permangono notevoli differenze (cfr. figura A) ²⁾. Nel 2014 le aziende nelle economie piccole e aperte come Irlanda, Lussemburgo, Slovacchia e Finlandia hanno messo a segno la quota maggiore di vendite elettroniche, seguite dalle società in Germania, Francia, Belgio e Spagna. La percentuale di vendite elettroniche nel 2014 è risultata ancora relativamente modesta in Grecia, Italia, Cipro e Malta, oltre che in Lettonia e Lituania, su livelli inferiori al 10 per cento. Un incremento particolarmente rilevante delle vendite elettroniche, rispetto ai bassi livelli iniziali del 2003, è stato registrato negli ultimi paesi entrati

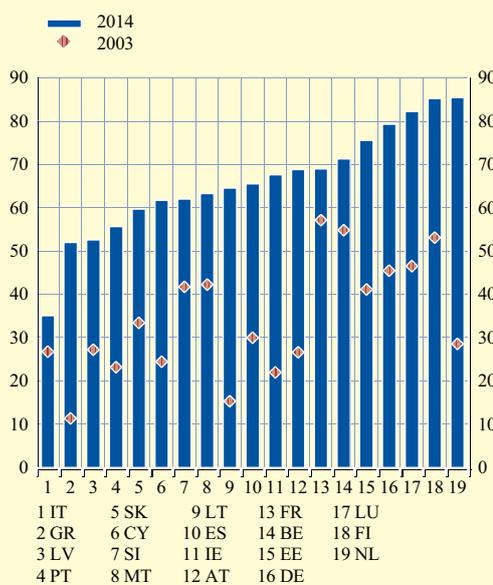
1) Meijers, H., "Diffusion of the internet and low inflation in the information economy", *Information Economics and Policy*, vol. 18, 2006, pagg. 1-23.

2) I dati pubblici sull'e-commerce sono ancora scarsi. Una fonte di dati è l'indagine annuale dell'Eurostat sull'utilizzo dell'ICT nelle imprese e tra le famiglie dal 2002, che include domande sull'e-commerce e sostiene l'Agenda digitale per l'Europa della Commissione europea, lanciata nel 2010.

**Figura A Vendite on-line per impresa
in percentuale del fatturato totale**

Fonti: Eurostat e Commissione europea.

Note: tutte le imprese escluse le società del settore finanziario (con almeno dieci occupati). Sono incluse le vendite business-to-business e quelle business-to-consumer. La prima osservazione si riferisce al 2004 per Germania, Estonia e Lituania; al 2005 per Cipro, Lettonia e Slovacchia; al 2006 per la Slovenia; al 2007 per i Paesi Bassi; e al 2008 per Malta e Francia. L'ultima osservazione si riferisce al 2012 per il Belgio e al 2013 per la Slovenia. I dati per il Lussemburgo sono disponibili solo per il 2012.

**Figura B Percentuale di individui
che cercano online informazioni
su beni e servizi**

Fonti: Eurostat e Commissione europea.

Note: individui di età compresa tra 16 e 74 anni. La prima osservazione si riferisce al 2004 per Cipro, Slovenia, Slovacchia, Estonia e Lettonia; al 2005 per Belgio, Italia e Malta; al 2006 per la Francia.

nell'area dell'euro (Cipro, Slovacchia, Estonia, Lituania e Lettonia), dove la copertura per Internet ad alta velocità è stata estesa sensibilmente, oltre che in Spagna e Portogallo.

La minore diffusione dell'e-commerce in alcuni paesi sarebbe in parte dovuta alla presenza preponderante di piccole e medie imprese, che di solito tendono a vendere di meno online rispetto alle aziende più grandi. Inoltre, anche per quanto riguarda l'accesso a Internet, nell'area dell'euro alcuni paesi sono in ritardo rispetto ad altri in termini di accesso "superverloce".

La quota di individui che utilizzano Internet per ottenere informazioni su beni e servizi o per effettuare acquisti online è aumentata considerevolmente negli ultimi dieci anni (cfr. figure B e C). Nel 2014 in tutti i paesi dell'area dell'euro, esclusa l'Italia, la percentuale di persone che cercano informazioni online ha superato il 50 per cento. Anche la quota di individui che acquistano effettivamente beni e servizi online è almeno raddoppiata in gran parte dei paesi dell'area rispetto al 2003.

Evidenze degli effetti dell'e-commerce sull'inflazione

Nel valutare l'impatto dell'e-commerce sull'inflazione al consumo vanno tenuti presenti alcuni motivi di cautela. Un primo motivo è attinente all'inclusione nello IAPC dell'anda-

mento dei prezzi online. Gli istituti statistici dell'Unione europea sempre più spesso includono i prezzi online nel calcolare gli indici dei prezzi al consumo. Per alcune voci, come i prezzi delle sistemazioni alberghiere e di altri servizi di alloggio, oltre alle tariffe aeree, la raccolta e l'utilizzo dei prezzi disponibili su Internet invece o in aggiunta di quelli proposti dalle tradizionali agenzie di viaggio o nei punti di vendita, è una pratica consolidata. Al contempo, l'inserimento dei prezzi dei beni manifatturieri si differenzia maggiormente tra i vari istituti statistici, di riflesso anche a differenti abitudini di consumo³⁾. L'Eurostat, unitamente agli istituti nazionali di statistica, sta cercando di definire una procedura migliore, più completa e armonizzata per cogliere l'andamento dei prezzi online nella compilazione dello IAPC.

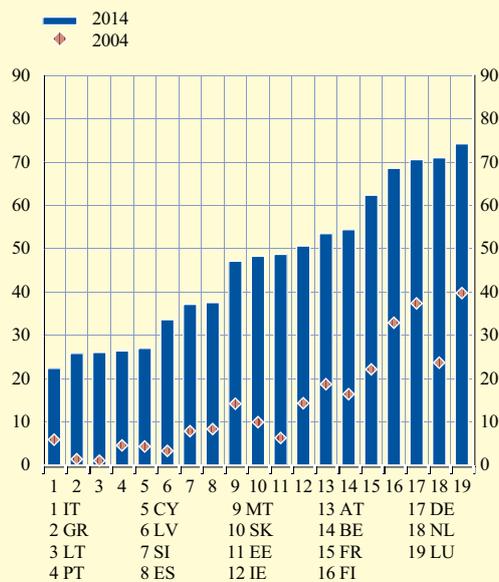
L'inclusione nello IAPC di più beni e servizi scambiati online ha un impatto sull'inflazione armonizzata nella misura in cui i prezzi di questi beni variano a tassi differenti rispetto a quelli dei beni e servizi scambiati offline.

Se i tassi di variazione dei prezzi sono simili in entrambi i canali, l'inclusione dei prodotti scambiati online non avrà effetti significativi sull'inflazione. I volumi crescenti acquistati via Internet e le differenze tra i prezzi dei negozi online e quelli degli esercizi offline si riflettono nelle correzioni alle quote di spesa delle rispettive sotto-componenti dello IAPC.

Le evidenze disponibili sull'esistenza di un errore di misurazione negli indici dei prezzi al consumo dovuto all'inclusione incompleta delle vendite online sono scarse e non ancora definitive. Dopo aver analizzato un ampio gruppo di microdati sui prezzi, Lünemann e Wintr (2006)⁴⁾ hanno riscontrato che le variazioni dei prezzi dei prodotti scambiati online sono mediamente inferiori a quelle corrispondenti desunte dai dati sull'indice dei prezzi al consumo. Ciò indicherebbe l'esistenza di un possibile errore di misurazione nell'indice armonizzato. Per contro, secondo un recente studio condotto da Gorodnichenko, Sheremirov e Talavera (2014)⁵⁾ i prezzi degli esercizi online sono corretti, in media, in misura analoga a quelli degli esercizi offline. Pertanto, in un indice dei prezzi l'errore di misurazione imputabile all'esclusione delle vendite online dovrebbe essere modesto.

Anche le evidenze circa l'impatto effettivo dell'e-commerce sulle variazioni dei prezzi al consumo sono scarse ma indicano un lieve effetto sull'inflazione. Secondo uno studio

Figura C Percentuale di individui che ordinano online beni e servizi



Fonti: Eurostat e Commissione europea.
 Note: individui di età compresa tra 16 e 74 anni. La prima osservazione si riferisce al 2005 per Belgio, Italia e Malta; al 2006 per la Francia.

3) Per ulteriori informazioni sui problemi relativi alla misurazione dell'inflazione, cfr. il riquadro 2 "Implications of developments in the retail trade structure for inflation measurement", *Structural Issues Report*, BCE, settembre 2011.

4) Lünemann, P., Wintr, L., "Are internet prices sticky?", *Working Paper Series*, n. 645, BCE, giugno 2006.

5) Gorodnichenko, Y., Sheremirov, V., Talavera, O., "Price setting in online markets: does it click?", *NBER Working Papers*, n. 20819, agosto 2014.

precedente di Yi e Choi (2005)⁶⁾ un incremento annuo di un punto percentuale del numero di utenti di Internet determina una riduzione del tasso di inflazione compresa tra 0,04 e 0,1 punti percentuali. Tale risultato è sostanzialmente in linea con quelli più recenti pubblicati da Lorenzani e Varga (2014)⁷⁾, che stimano l'impatto degli acquisti online di beni e servizi esaminando l'intensità della concorrenza di prezzo. In tale contesto proiettano la percentuale di acquisti online di beni e servizi osservata nel settore al dettaglio nel 2010 fino al 2015 e ritengono che tale andamento potrebbe causare nell'intera Unione europea a 27 Stati membri un rallentamento dei prezzi al dettaglio di 0,1 punti percentuali ogni anno tra il 2011 e il 2015. Tali stime sono caratterizzate da un considerevole livello di incertezza a causa, fra l'altro, della limitata disponibilità di campioni di dati, nonché delle summenzionate limitazioni nella compilazione dell'indice dei prezzi al consumo. Evidenze più conclusive sono disponibili per gli Stati Uniti nel quadro del progetto "The Billion Prices Project" del MIT, con le statistiche dei prezzi relative all'andamento dei prezzi offline e online regolarmente aggiornate⁸⁾. Questi dati non indicano differenze marcate o sistematiche tra gli indici dei prezzi o l'inflazione dei beni scambiati online o in modo tradizionale negli Stati Uniti.

6) Yi, M.H., Choi, C., "The effect of the internet on inflation: Panel data evidence", *Journal of Policy Modelling*, vol. 27, 2005, pagg. 885-889.

7) Lorenzani, D., Varga, J., "The Economic Impact of Digital Structural Reforms", *European Commission Economic Papers*, n. 529, settembre 2014.

8) Cfr. la pagina Internet "The Billion Prices Project" all'indirizzo: <http://bpp.mit.edu/usa/>.

SEGUITO DELLA VALUTAZIONE DEI DOCUMENTI PROGRAMMATICI DI BILANCIO PER IL 2015

Questo riquadro riassume il seguito dato alla valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2015, focalizzandosi sui sette paesi i cui progetti di bilancio 2015 sono stati identificati dalla Commissione europea nel 2014 come a rischio di non conformità con il Patto di stabilità e crescita (PSC)¹⁾. Tra tali paesi figurano il Belgio, l'Italia, Malta e l'Austria nell'ambito del meccanismo preventivo del Patto, nonché la Francia, la Spagna e il Portogallo nell'ambito del meccanismo correttivo. Nella riunione dell'Eurogruppo dell'8 dicembre 2014, i governi di tali paesi si sono impegnati ad adottare le misure necessarie per assicurare il rispetto del PSC. La Commissione ha altresì annunciato che avrebbe riconsiderato la sua posizione in merito al rispetto degli obblighi sanciti dal PSC per il Belgio, la Francia e l'Italia agli inizi del 2015, alla luce delle leggi di bilancio finali e dell'attesa descrizione dei programmi di riforma strutturale annunciati dai governi di tali paesi. Successivamente, il 13 gennaio 2015, la Commissione ha pubblicato una comunicazione intitolata *Sfruttare al meglio la flessibilità consentita dalle norme vigenti del patto di stabilità e crescita*, che ha chiarito e in parte esteso la flessibilità del PSC con riferimento alla situazione congiunturale, alle riforme strutturali e agli investimenti pubblici²⁾. Il 25 febbraio la Commissione ha annunciato la sua decisione in merito a Belgio, Francia e Italia e il 27 febbraio ha pubblicato la sua valutazione, che è stata approvata dal Consiglio il 10 marzo, sulla base delle previsioni dell'inverno 2015.

Ad eccezione del Belgio, nessuno dei paesi considerati a rischio di mancato rispetto del PSC ha adottato misure sufficienti a correggere gli squilibri individuati dall'Eurogruppo lo scorso dicembre. Con riferimento ai paesi sottoposti al meccanismo correttivo, alla Francia è stato richiesto di adottare misure aggiuntive pari allo 0,5 per cento del PIL al fine di portare il miglioramento 2015 del saldo di bilancio strutturale in linea con gli sforzi richiesti dalla raccomandazione del giugno 2013 nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi (PDE). Tuttavia, le previsioni invernali 2015 della Commissione indicano che non vi sono stati miglioramenti rispetto allo sforzo dello 0,3 per cento del PIL noto al momento della riunione dell'Eurogruppo³⁾. In Spagna e Portogallo, paesi cui è stato raccomandato di adottare misure per migliorare i propri disavanzi nominali per conformarsi agli obiettivi della PDE 2015, le previsioni di deficit per il 2015 sono state lievemente riviste al ribasso, ma rimangono superiori ai livelli obiettivo, e anche gli sforzi strutturali non sono in linea con quanto richiesto. Per quanto riguarda i paesi sottoposti al meccanismo preventivo, il miglioramento di 0,2 punti percentuali del saldo strutturale che è previsto per l'Italia nel 2015 rimane inferiore allo 0,4 per cento del PIL che era stato raccomandato dall'Eurogruppo e riflette una riduzione degli oneri per interessi. Di contro, lo sforzo strutturale del Belgio dovrebbe aumentare di 0,2 punti percentuali, stando agli impegni presi con l'Eurogruppo. Sia per l'Italia che per il Belgio continua ad esservi un notevole scostamento dallo sforzo strutturale richiesto nell'ambito della regola del debito. Lo sforzo

1) Si veda anche il riquadro intitolato *La valutazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2015* nel numero del dicembre 2014 del Bollettino mensile BCE.

2) Si veda anche il riquadro *Flessibilità nell'ambito del Patto di stabilità e crescita* nel numero di febbraio 2015 di questo Bollettino

3) La Commissione ha stimato che il documento programmatico di bilancio originario presentato il 15 ottobre implicasse un miglioramento del saldo di bilancio strutturale di solo lo 0,1 per cento del PIL. Il 21 novembre il governo ha annunciato misure aggiuntive per un valore dello 0,2 per cento del PIL. Questi interventi, di cui si è tenuto pienamente conto nella dichiarazione dell'Eurogruppo dell'8 dicembre, sono stati approvati dal Parlamento francese il 18 dicembre 2014 nell'ambito dell'adozione del bilancio 2015.

strutturale dell'Austria è diminuito rispetto a quanto atteso a dicembre, accentuando ulteriormente i rischi di un significativo scostamento dai requisiti del meccanismo preventivo, il quale, se confermato a posteriori, potrebbe innescare misure procedurali nella primavera del 2016. Infine, per Malta il rischio di inottemperanza agli obblighi del meccanismo preventivo del PSC, cui Malta sarà soggetta se il Consiglio deciderà che ha corretto il suo disavanzo eccessivo entro il termine del 2014 e porrà fine alla relativa PDE, è diminuito grazie alle misure adottate nel bilancio finale per il 2015.

Il 27 febbraio la Commissione ha pubblicato i risultati della sua valutazione in merito all'attuazione del PSC in Belgio, Francia e Italia. Nei rapporti preparati nell'ambito dell'articolo 126(3) del TFUE, la Commissione ha esaminato la violazione del criterio del disavanzo in Belgio e la violazione del criterio del debito in Belgio e in Italia. La Commissione ha deciso di non aprire una PDE per questi paesi sulla base di una serie di fattori attenuanti: per quanto riguarda Belgio e Italia (i) il rispetto da parte di entrambi i paesi dei requisiti di sforzo strutturale nell'ambito del meccanismo preventivo del PSC (che nel caso dell'Italia sono stati ridotti in seguito alla comunicazione della Commissione sulla flessibilità nell'ambito del PSC); (ii) le condizioni economiche sfavorevoli (ossia la debole crescita e la bassa inflazione), che rendono il rispetto della regola del debito più difficile; e (iii) l'attuazione attesa degli ambiziosi piani di riforma strutturale di sostegno alla crescita presentati dalle autorità. Queste valutazioni non hanno tuttavia tenuto conto, quale fattore aggravante, dell'insufficiente risanamento dei conti pubblici nel periodo 2014-15 rispetto alle raccomandazioni del Consiglio del giugno 2014.

Nel caso della Francia, la Commissione ha dovuto valutare se fossero stati intrapresi interventi efficaci in risposta alla raccomandazione del Consiglio di correggere il disavanzo eccessivo entro il 2015. Tali interventi, unitamente agli eventi macroeconomici avversi inattesi con significative conseguenze sfavorevoli per le finanze pubbliche, consentirebbero di norma un'estensione di un anno del termine per la correzione del disavanzo eccessivo. Per contro, se si stima che un paese dell'area dell'euro non abbia intrapreso azioni efficaci, la PDE prevede un rafforzamento della procedura con l'invio di un'intimazione al paese in questione⁴⁾ e l'applicazione di sanzioni finanziarie sotto forma di una multa pari allo 0,2 per cento del PIL. La Commissione può, in caso di circostanze economiche eccezionali oppure dietro richiesta motivata dello Stato membro interessato, raccomandare che il Consiglio riduca l'ammontare della multa o la annulli. Considerando il periodo 2013-14⁵⁾, la Commissione ha rilevato che "i dati disponibili non consentono di concludere che non siano state intraprese azioni efficaci" e ha proposto di estendere il termine per la correzione del disavanzo eccessivo di due anni (ossia fino al 2017). Il Consiglio ha seguito questa raccomandazione il 10 marzo. Il percorso di aggiustamento raccomandato prevede sforzi maggiori nella fase finale, richiedendo alla Francia di effettuare una correzione strutturale crescente nel periodo della PDE: 0,5 per cento del PIL nel 2015 (ossia il livello minimo nell'ambito del meccanismo correttivo e quindi meno dello 0,8 per cento del PIL richiesto finora), 0,8 per cento del PIL nel 2016 e 0,9 per cento nel 2017. Sulla base delle attuali procedure per i disavanzi eccessivi, nel 2017 la Francia sarebbe l'unico paese dell'area dell'euro soggetto a una PDE. Infine, nonostante il rischio di mancato rispetto dei termini raccomandati dal Consiglio per la correzione dei deficit eccessivi di Spagna e

4) Ai sensi dell'articolo 126(9) del TFUE.

5) Per questo periodo la valutazione esclude l'anno finale del periodo della PDE, per il quale la Commissione ha individuato rischi di inottemperanza al PSC. Ciò contrasta con la situazione del 2013, quando il termine per la PDE era stato esteso in quanto erano stati ravvisati interventi efficaci solo includendo l'anno finale del periodo della PDE.

Portogallo, la Commissione non ha inviato un avvertimento preventivo a tali paesi sotto forma di una raccomandazione autonoma, a differenza di quanto fatto lo scorso anno, quando erano state inviate raccomandazioni a Francia e Slovenia in situazioni simili.

L'assetto di governance della UE è stato rafforzato dall'entrata in vigore di nuove disposizioni note come "six-Pack" e "two-Pack" nel 2011 e 2013 rispettivamente. Sono stati apportati miglioramenti significativi al quadro di governance a seguito degli importanti insegnamenti tratti dalla recente crisi. Particolarmente rilevanti, a tale riguardo, sono l'introduzione delle regole del debito nel meccanismo correttivo, l'instaurazione della procedura per scostamento significativo nel meccanismo preventivo (che dovrebbe contribuire ad assicurare che siano compiuti progressi sufficienti verso il raggiungimento degli obiettivi di medio periodo), i cambiamenti nel processo decisionale per accrescere l'automaticità nell'applicazione delle regole e delle sanzioni, nonché l'opzione per richiedere revisioni dei documenti programmatici di bilancio ed emettere "raccomandazioni autonome" qualora gli obiettivi della PDE siano a rischio.

È importante che gli strumenti nell'assetto di governance rafforzato siano effettivamente applicati, in modo coerente nel tempo e nei diversi paesi. È essenziale che siano utilizzati correttamente per assicurare posizioni di bilancio sostenibili nei paesi dell'area dell'euro. Solo ciò consentirà al PSC di fungere da ancora di fiducia. La probabilità dell'applicazione della procedura per scostamenti significativi nell'ambito del meccanismo preventivo è diminuita in quanto i requisiti di aggiustamento sono stati ridimensionati nel tempo per i paesi che devono affrontare contesti macroeconomici difficili. Neanche la procedura per squilibri eccessivi è stata ancora attivata, nonostante gli eccessivi squilibri individuati.⁶⁾ Un ultimo aspetto non meno rilevante è il fatto che la regola del debito rischi di essere messa in secondo piano se è di fatto subordinata all'indebolito meccanismo preventivo, che in seguito alla comunicazione della Commissione sulla flessibilità presta poca attenzione ai timori per la sostenibilità del debito. In definitiva, un'attuazione piena e coerente è essenziale per la fiducia nel quadro di riferimento europeo per le politiche di bilancio.

6) Per ulteriori dettagli, si veda il riquadro *La procedura per squilibri macroeconomici 2015* in questo numero del Bollettino.

PROGRESSI E POSSIBILE IMPATTO DELLE RIFORME STRUTTURALI NELL'AREA DELL'EURO



Le riforme strutturali possono stimolare notevolmente la produttività e l'occupazione e rafforzare la crescita nell'area dell'euro migliorando al tempo stesso la capacità dei singoli paesi di assorbire rapidamente gli shock, riallocare le risorse e ristrutturare l'economia. Questo articolo illustra gli effetti delle riforme strutturali sulle principali variabili macroeconomiche, descrive i recenti interventi nei mercati dei beni e servizi e del lavoro e indica che l'adozione di ulteriori misure strutturali potrebbe costituire uno strumento efficace per ripristinare la crescita e la competitività nell'area dell'euro. Vi sono segnali del fatto che le riforme intraprese dopo lo scoppio della crisi hanno già esercitato un impatto positivo: i salari e i prezzi appaiono più flessibili e hanno concorso al processo di aggiustamento, inoltre, anche le esportazioni sembrano migliorate nei paesi che hanno attuato delle riforme. Anche se in alcune economie si registrano progressi significativi, i dati evidenziano la persistenza di ampi spazi per ulteriori interventi all'interno dell'area dell'euro. Ciò è necessario per sostenere una crescita durevole nel lungo periodo, aumentare la capacità di aggiustamento dei paesi dell'area e favorire l'ordinato funzionamento dell'Unione monetaria.

I IMPATTO MACROECONOMICO DELLE RIFORME STRUTTURALI

Le riforme strutturali possono portare a un aumento sostenibile dell'occupazione, degli investimenti e della crescita, oltre che offrire la flessibilità necessaria per l'ordinato funzionamento dell'Unione monetaria. Le riforme intese a favorire la concorrenza e ad accrescere la flessibilità dei salari e dei prezzi contribuiscono a migliorare la competitività e la produttività. Ciò è particolarmente importante per i paesi dell'area dell'euro nei quali la competitività dei prezzi dipende principalmente dalla dinamica dei salari e dei prezzi, rendendone la flessibilità ancora più rilevante. La flessibilità nei mercati del lavoro e dei beni e servizi contribuisce altresì a fornire la capacità di aggiustamento e i segnali al mercato necessari alle economie dell'area per ristrutturarsi, riallocare risorse e crescere. Le riforme strutturali agevolano pertanto un'allocazione più efficiente delle risorse, il che aumenta il potenziale di crescita a lungo termine delle economie e crea nuovi posti di lavoro attraverso vari canali di trasmissione ¹⁾.

I.1 I CANALI DI TRASMISSIONE DELLE RIFORME STRUTTURALI

Le riforme dei mercati del lavoro e dei beni e servizi esercitano effetti teorici diversi sui salari, sui prezzi e sull'occupazione. Le riforme del mercato del lavoro, nella misura in cui riducono il mark-up salariale o i salari di riserva, portano a una moderazione della dinamica delle retribuzioni. Ciò si riflette sia in un miglioramento della competitività e/o dei margini di profitto delle imprese sia in una più elevata domanda di lavoro, che potrebbe determinare un aumento dell'occupazione e – a parità di altre condizioni – un calo della disoccupazione strutturale. Quest'ultimo effetto sarebbe inoltre favorito da una maggiore differenziazione salariale tra tipologie di lavoratori (ad esempio in base all'età o alle competenze), che contribuirebbe a ridurre il disallineamento strutturale fra domanda e offerta nel mercato del lavoro. I salari reali potrebbero in seguito superare i livelli iniziali come conseguenza della corrispondente maggiore domanda di lavoro e dei possibili guadagni di

1) Cfr. ad esempio Bayoumi, T., Laxton, D. e Pesenti, P., "Benefits and spillovers of greater competition in Europe: a macroeconomic assessment", *Working Paper Series*, n. 341, BCE, aprile 2004; Coenen, G., McAdam, P. e Straub, R., "Tax reform and labour-market performance in the euro area: a simulation-based analysis using the euro area-wide model", *Working Paper Series*, n. 747, BCE, aprile 2007; cfr. anche Gomes, S., Jacquinot, P., Mohr, M. e Pisani, M., "Structural Reforms and Macroeconomic Performance in the Euro Area Countries: A Model-Based Assessment", *International Finance*, vol. 16(1), Wiley Blackwell, 2013, pagg. 23-44.

produttività²⁾. Le riforme del mercato dei beni e servizi, agevolando l'ingresso delle imprese e accrescendo la concorrenza riducono il mark-up dei prezzi. Ciò contribuisce a far aumentare i salari reali e la domanda aggregata, generando una crescita del prodotto e dell'occupazione. Nella misura in cui le riforme del mercato dei beni e servizi determinano anche un aumento della produttività, i salari reali possono incrementarsi ulteriormente; l'effetto sull'occupazione dipende invece dall'importanza relativa degli effetti di reddito e di prezzo³⁾. La maggior parte degli studi suffraga la tesi secondo cui le riforme nei mercati del lavoro e dei beni e servizi incidono positivamente sull'occupazione. I risultati sono meno omogenei nel caso dei salari reali: se gli interventi nel mercato dei beni e servizi sono di norma associati a un aumento dei salari reali, le misure riguardanti il mercato del lavoro e le altre riforme strutturali esercitano effetti che dipendono dalla natura specifica delle stesse⁴⁾.

Le riforme dei mercati dei beni e servizi e del lavoro determinano verosimilmente una crescita degli investimenti. Ciò avviene attraverso due canali principali. In primo luogo, poiché l'effetto iniziale di moderazione dei salari esercitato dalle riforme del mercato del lavoro implica un aumento del margine di profitto, le imprese dispongono di maggiori fondi da investire e tassi di rendimento del capitale più elevati. L'occupazione sale come conseguenza non solo della crescita degli investimenti ma anche della moderazione dei salari. Pertanto, i consumi tendono ad aumentare nel lungo periodo e la maggiore domanda (futura) attesa fornisce ulteriori incentivi a investire. In secondo luogo, le riforme del mercato dei beni e servizi che facilitano l'ingresso di nuovi operatori e accrescono la concorrenza tendono a ridurre i mark-up sui prezzi e quindi ad aumentare sia i salari reali sia la domanda, stimolando gli investimenti⁵⁾. I dati mostrano che le riforme dei mercati del lavoro e dei beni e servizi influiscono in senso positivo sugli investimenti. Tali risultati sono corroborati da una simulazione degli esiti delle riforme strutturali nell'area dell'euro condotta utilizzando il modello EAGLE (cfr. riquadro 1). Secondo le stime del modello, l'aumento del prodotto deriverebbe in larga parte dalla crescita degli investimenti.

- 2) Cfr. per esempio Lusinyan, L. e Muir, D., "Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms: The Case of Italy", *Working Paper Series*, n. 13/22, FMI, gennaio 2013.
- 3) L'evidenza empirica mostra che guadagni di produttività permanenti fanno scendere l'occupazione. Cfr. Gali, J., "Technology, Employment, and the Business Cycle: Do Technology Shocks Explain Aggregate Fluctuations?", *American Economic Review*, vol. 89, n. 1, American Economic Association, marzo 1999, pagg. 249-271.
- 4) Ad esempio, una riduzione del cuneo fiscale nell'area dell'euro potrebbe far aumentare non solo il numero di ore lavorate ma anche i salari reali. Cfr. per esempio Coenen et al., op. cit. Questo impatto positivo non si osserva nel caso di riforme convenzionali del mercato del lavoro che prevedono ad esempio la riduzione dei salari minimi o dei sussidi di disoccupazione o lo spostamento delle contrattazioni salariali dal livello settoriale a quello di impresa. Cfr. anche Krebs, T. e Scheffel, M., "Macroeconomic evaluation of labour market reform in Germany", *Working Paper Series*, n. 13/42, FMI, febbraio 2013.
- 5) Un terzo canale è costituito dall'impatto diretto delle riforme sulla produttività, che potrebbe favorire gli investimenti all'aumentare del rendimento del capitale. Cfr. Griffith, R., Harrison, R. e Simpson, H., "Product Market Reform and Innovation in the EU", *The Scandinavian Journal of Economics*, n. 112, aprile 2010, pagg. 389-415. Si noti come la maggiore concorrenza comprime i margini di profitto, il che potrebbe ridurre gli investimenti da parte delle imprese già presenti nel settore. Tale impatto è di norma dominato dagli effetti che aumentano gli investimenti. Cfr. Alesina, A., Ardagna, S., Nicoletti, G. e Schiantarelli, F., "Regulation and Investment", *Journal of the European Economic Association*, vol. 3, numero 4, giugno 2005, pagg. 791-825.

RIQUADRO I

GLI EFFETTI MACROECONOMICI DELLE RIFORME STRUTTURALI: UNA VALUTAZIONE BASATA SUL MODELLO EAGLE

La valutazione quantitativa degli effetti macroeconomici prodotti dalle riforme strutturali è parte integrante dell'analisi complessiva delle politiche. A questo scopo, si è diffuso il ricor-

so a simulazioni formali basate su modelli. Il presente riquadro analizza gli effetti macroeconomici delle riforme strutturali utilizzando il modello dell'economia dell'area dell'euro e mondiale (Euro Area and Global Economy, EAGLE)¹⁾. Nel modello EAGLE le famiglie forniscono prestazioni di lavoro e stabiliscono i loro salari in mercati di concorrenza monopolistica applicando una maggiorazione (mark-up) al tasso marginale di sostituzione fra le ore lavorate e i consumi. Analogamente, le imprese fissano i prezzi dei loro beni differenziati applicando un mark-up al costo marginale di produzione. I mark-up dei salari e dei prezzi della produzione riflettono le posizioni di monopolio nell'economia e determinano livelli subottimali di utilizzo del lavoro e di produzione. Pertanto, questo tipo di modelli permette di analizzare le implicazioni delle riforme che accrescono la concorrenza esaminando gli effetti di una riduzione dei mark-up. Nell'insieme, le simulazioni indicano che le riforme strutturali possono rafforzare significativamente la crescita del PIL, anche a breve termine.

Le riforme strutturali possono essere attuate secondo modalità differenti, che hanno esiti macroeconomici potenzialmente diversi. A fini illustrativi, nel prosieguo del riquadro sono considerati tre diversi scenari di riforma del settore dei servizi²⁾: 1) attuazione unilaterale in uno dei maggiori paesi dell'area dell'euro ("*scenario di riferimento*"); 2) attuazione coordinata nell'intera area dell'euro ("*scenario di attuazione in tutta l'area dell'euro*"); 3) attuazione unilaterale in uno dei maggiori paesi dell'area dell'euro associata a una riforma del mercato del lavoro ("*scenario di attuazione assieme alla riforma del mercato del lavoro*"). Nelle simulazioni che seguono le riforme sono attuate attraverso un'ipotetica riduzione permanente dei mark-up dei prezzi nel settore non-tradabile e di quella dei salari nell'intera economia rispettivamente pari a 10 e a 7,5 punti percentuali, realizzata gradualmente in due anni. L'entità specifica degli shock assicura che entrambe le tipologie di riforma abbiano approssimativamente il medesimo impatto di lungo periodo sul PIL. I risultati della simulazione sono illustrati nella figura sottostante.

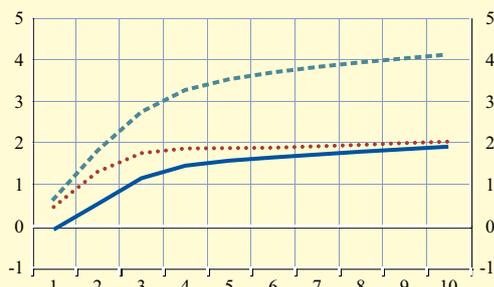
L'implementazione isolata delle riforme nel settore dei servizi può dare origine a costi economici transitori per alcune componenti del PIL, ad esempio i consumi, mentre gli investimenti crescono nel breve periodo. Nello scenario di riferimento, la riforma del settore dei servizi determina una crescita ritardata del prodotto interno e considerevoli pressioni al ribasso sull'inflazione a breve termine. A seguito dello shock positivo e permanente dal lato dell'offerta, le famiglie prevedono una riduzione nel prezzo dei servizi e questo fa scendere l'inflazione e salire il tasso di interesse reale nel paese. Ciò determina un calo dei consumi nel breve periodo. Per contro le imprese, in previsione di maggiori livelli di produzione futuri, accrescono la domanda di investimenti e accumulano gradualmente capitale. Questo fa aumentare la loro domanda di lavoro e favorisce l'aumento dei salari reali. Nell'insieme, il saldo del commercio con l'estero migliora inizialmente, in corrispondenza al diminuire della domanda interna. A medio termine, esso rimane al di sotto del suo livello di equilibrio poiché la domanda aggregata aumenta. Il tasso di cambio reale del paese si deprezza nel tempo per assorbire la maggiore offerta.

- 1) EAGLE è un modello microfondato multipaese calibrato su larga scala. Essendo esplicitamente microfondato, esso permette di individuare i parametri strutturali e di analizzare adeguatamente l'impatto dei cambiamenti strutturali. Inoltre, essendo inserito in un contesto di equilibrio generale, consente di tenere adeguatamente conto degli effetti risultanti dal comportamento di famiglie e imprese. Nella sua versione di riferimento, EAGLE include quattro regioni: Stati Uniti, resto del mondo e due regioni dell'area dell'euro (un paese specifico e il resto dei paesi). Queste ultime sono assoggettate a una politica monetaria comune che reagisce a una media ponderata del tasso di inflazione e del prodotto regionale. In termini di fondamenti teorici, EAGLE è simile al modello New Area-Wide (cfr. Gomes, S., Jacquinot, P. e Pisani, M., "The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area", *Economic Modelling*, vol. 29(5), Elsevier, 2012, pagg. 1686-714).
- 2) Cfr. anche Gomes, S., Jacquinot, P., Mohr, M. e Pisani, M., "Structural Reforms and Macroeconomic Performance in the Euro Area Countries: A Model-Based Assessment", *International Finance*, vol. 16(1), Wiley Blackwell, 2013, pagg. 23-44.

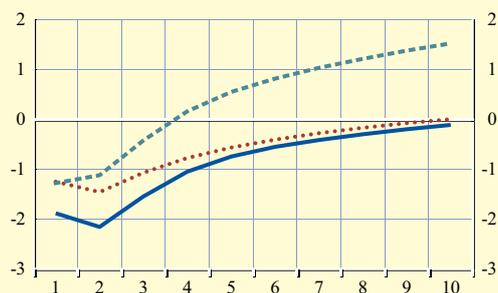
Impatto simulato delle misure strutturali su alcune variabili macroeconomiche nel paese dell'area dell'euro che attua le riforme, sotto diversi scenari

— scenario di riferimento
 attuazione in tutta l'area dell'euro
 - - - - - attuazione assieme alla riforma del mercato del lavoro

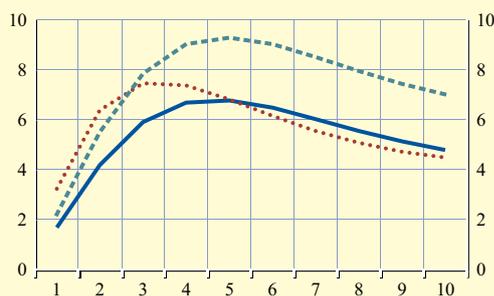
PIL



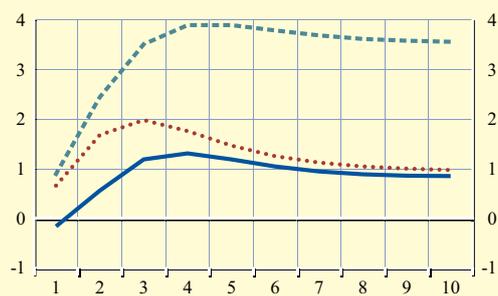
Consumi privati



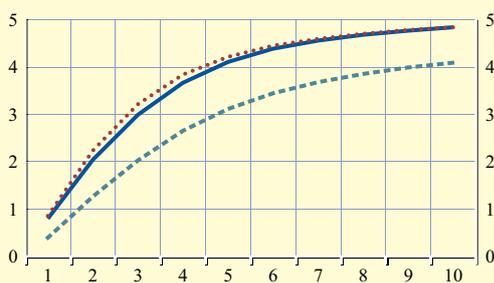
Investimenti



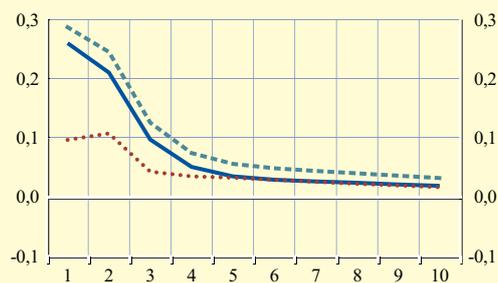
Ore lavorate



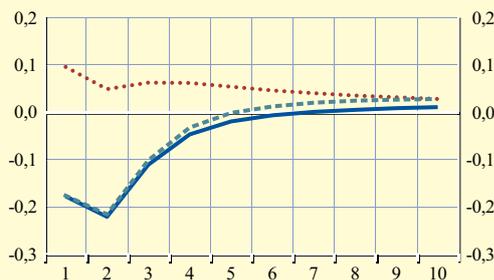
Salari reali



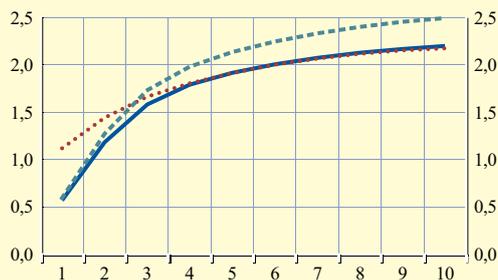
Tasso di interesse reale



Inflazione al consumo

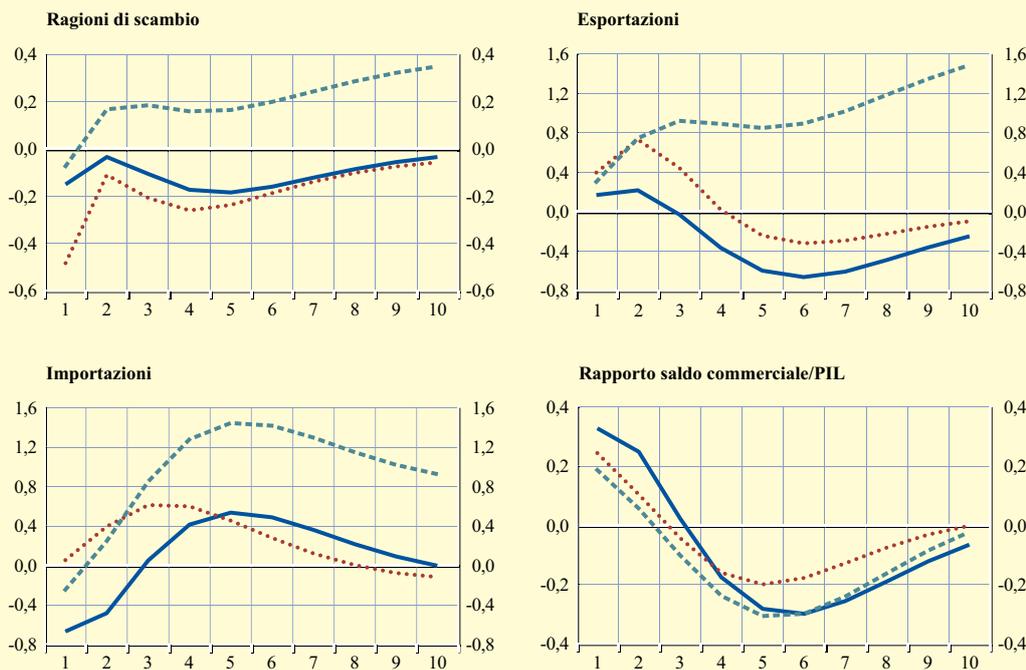


Tasso di cambio reale



Impatto simulato delle misure strutturali su alcune variabili macroeconomiche nel paese dell'area dell'euro che attua le riforme, sotto diversi scenari (continua)

— scenario di riferimento
 attuazione in tutta l'area dell'euro
 - - - - - attuazione assieme alla riforma del mercato del lavoro



Fonte: simulazioni della BCE

Nota: i grafici mostrano le deviazioni percentuali dallo scenario di riferimento su un orizzonte di dieci anni (deviazioni in punti percentuali per l'inflazione al consumo, il tasso di interesse reale e il rapporto saldo commerciale/PIL).

I benefici delle riforme sono avvertiti più rapidamente se parte di un piano di attuazione coordinato in tutta l'area dell'euro, che produce effetti di contagio positivi tra paesi e un aggiustamento più pronunciato del tasso di cambio nominale della moneta unica. Nello scenario di attuazione in tutta l'area dell'euro, il prodotto interno è sostenuto dal fatto che l'intera area cresce allo stesso ritmo. Questo effetto benefico sull'attività economica è trainato principalmente dal commercio estero (le esportazioni si espandono molto più velocemente), che elimina le spinte al ribasso sull'inflazione e si traduce in una dinamica più favorevole del tasso di interesse reale nel paese. Di conseguenza, il calo dei consumi interni è anch'esso inferiore rispetto allo scenario di riferimento. Nel breve periodo l'effetto congiunto dei minori consumi e delle maggiori esportazioni determina un iniziale avanzo commerciale, che tuttavia è più contenuto rispetto allo scenario di riferimento in quanto le riforme in questo caso sono attuate a livello di intera area dell'euro. Mano a mano che gli interventi producono i loro effetti e la domanda aggregata dell'area aumenta, il saldo commerciale scende al di sotto del livello di equilibrio e accentua il deprezzamento del tasso di cambio reale. Nel lungo periodo si prevedono effetti positivi di contagio tra paesi, ancorché piuttosto limitati. L'impatto a lungo termine sull'economia interna derivante da un'attuazione simultanea delle riforme in tutti i paesi dell'area è quindi simile a quello osservato nello scenario di riferimento.

L'attuazione della riforma nel settore dei servizi congiuntamente alla riforma del mercato del lavoro permette un'espansione economica più rapida ed equilibrata. Nello scenario in cui

la riforma nel settore dei servizi è attuata assieme a quella del mercato del lavoro, l'espansione dell'attività economica è significativamente maggiore mentre le spinte al ribasso sull'inflazione rimangono intense. La riforma del mercato del lavoro abbassa i salari accrescendo l'offerta di manodopera. L'aumento del tasso di interesse reale nel paese indebolisce la domanda interna nelle fasi iniziali, ma il prodotto aumenta già nel primo anno. Al tempo stesso la concorrenza nel mercato del lavoro fa salire l'offerta di manodopera e scendere i salari reali, il che induce le imprese nei settori sia tradabile che non-tradabile ad aumentare la domanda di lavoro. Ne consegue un aumento dell'occupazione che contribuisce in senso positivo alla domanda interna nel medio periodo. Grazie ai forti guadagni di competitività e ai consistenti effetti positivi di contagio esercitati dal paese che attua le riforme sul resto dell'area dell'euro, le esportazioni di tale paese aumentano notevolmente. Rispetto allo scenario di riferimento la posizione di commercio estero è peggiore, di riflesso al minor prezzo dei beni tradabile. La domanda di importazioni aumenta in linea con la crescita del reddito nazionale. Il miglioramento del saldo del commercio estero nel breve periodo è quindi meno accentuato che nello scenario di riferimento. L'impatto a lungo termine sull'economia è però significativamente maggiore. L'eccezione più notevole è costituita dai salari reali, che aumentano meno rispetto allo scenario di riferimento. La reazione del PIL è doppia, grazie alla riforma del mercato del lavoro, e questo contribuisce a una risposta proporzionalmente maggiore dei consumi, dell'occupazione e dei flussi commerciali con l'estero.

1.2 ASPETTI ATTUATIVI DELLE RIFORME STRUTTURALI

Se le riforme sono adeguatamente mirate e attuate, producono benefici che possono notevolmente superare gli eventuali costi potenziali nel breve periodo ed esercitano effetti positivi a più lungo termine. Le riforme del mercato del lavoro e del settore dei servizi possono comportare costi transitori poiché determinano potenzialmente un calo temporaneo di alcune componenti del PIL quali i consumi. Le misure che accrescono la concorrenza nel mercato dei beni e servizi possono per esempio provocare l'uscita delle imprese già presenti e questo potrebbe generare una temporanea caduta dei consumi privati, una riduzione del prodotto e un aumento della disoccupazione nel settore interessato. L'ingresso nel mercato di nuovi operatori e l'aumento dell'efficienza complessiva del settore indurranno tuttavia le imprese ad accrescere gli investimenti e l'occupazione, il che farà salire la produzione al di sopra dei livelli iniziali. Analogamente, una maggiore facilità di assunzione e licenziamento dei lavoratori potrebbe far calare l'occupazione nel periodo immediatamente successivo alle riforme. D'altro canto, ciò permette alle imprese di ristrutturarsi più rapidamente e quindi promuove la competitività ed accresce gli investimenti e, in definitiva, l'occupazione⁶⁾. Inoltre, le aspettative di redditi futuri superiori - assieme alla rapida reazione favorevole dei mercati finanziari alle riforme - possono anticipare gli effetti positivi sulla crescita di breve periodo del PIL e superare in misura significativa gli eventuali costi transitori.

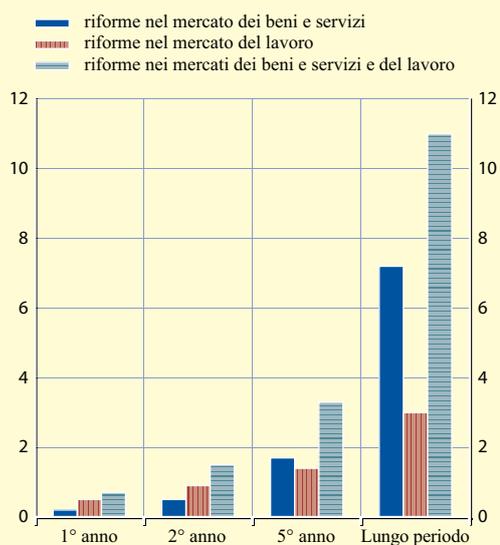
Riformare in modo coordinato il mercato del lavoro e quello dei beni e servizi genera di norma effetti macroeconomici maggiori rispetto a eventuali iniziative isolate (cfr. riquadro 1). Per cogliere i vantaggi offerti da un approccio coordinato, le riforme dei mercati dei beni e servizi e del lavoro dovrebbero complementarsi piuttosto che sostituirsi una all'altra. Diversi autori segnalano che, rispetto alle iniziative isolate, i pacchetti di riforme determinano aggiustamenti più rapidi nel breve

6) Cfr. Hobza, A. e Mourre, G., "Quantifying the potential macroeconomic effects of the Europe 2020 Strategy: stylised scenarios", *European Economy - Economic Papers*, n. 424, DG ECFIN, Commissione europea, 2010, che mostra la dinamica positiva per l'UE, e Anderson, D., Barkbu, B., Lusinyan, L. e Muir, D., "Assessing the Gains from Structural Reforms for Jobs and Growth", *Jobs and Growth: Supporting the European Recovery*, FMI, 2013, che evidenzia la dinamica positiva di breve periodo del PIL per l'area dell'euro.

periodo e riducono al minimo o addirittura azzerano i costi a breve termine. Gli effetti segnalati da Anderson et al. costituiscono un esempio illustrativo dei risultati generalmente riportati in letteratura. La figura 1 mostra gli esiti di una simulazione dell'impatto in tutti i paesi dell'area dell'euro in un orizzonte sia di breve sia di lungo periodo di possibili riforme attuate principalmente attraverso la riduzione dei mark-up e l'aumento della produttività nel mercato del lavoro. Per ciascuna economia dell'area si modellizzano gli effetti di una riduzione di circa il 50 per cento del divario con i casi frontiera dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) nelle politiche per i mercati del lavoro e dei beni e servizi. La figura 1 indica che le riforme potrebbero determinare un sostanziale aumento della crescita nel lungo periodo e che un intervento congiunto sul mercato dei beni e servizi e su quello del lavoro avrebbe un impatto maggiore rispetto ad azioni separate. Inoltre, vi sarebbero effetti positivi sul PIL fin dal primo anno.

Figura 1 Effetti simulati sul PIL dell'area dell'euro derivanti da un pacchetto di riforme strutturali attuato nell'intera area dell'euro

(deviazione percentuale dal valore di riferimento)



Fonte: Anderson et al.

La sequenza delle riforme è importante. Iniziare dalla deregolamentazione del mercato dei beni e servizi può far crescere l'occupazione e i salari reali, costituendo quindi un complemento alle successive riforme nel mercato del lavoro⁷⁾. Alcuni autori mostrano che, rispetto a un approccio graduale, un'attuazione accelerata delle riforme produce esiti migliori sia sul breve sia sul lungo periodo poiché la concentrazione dello sforzo riformatore nelle fasi iniziali può determinare un più veloce aggiustamento dei salari e dei prezzi e una più celere ripresa della crescita e della creazione di posti di lavoro⁸⁾.

Il grado iniziale di regolamentazione del mercato sembra influire sull'efficacia delle riforme. Quanto più regolamentato è il mercato, tanto più positivo sarà l'impatto delle riforme nel lungo periodo. Alcuni autori segnalano che le riforme nel settore (dei servizi) non commerciabili internazionalmente (non-tradable) producono i benefici maggiori, dato il livello relativamente basso di concorrenza in tali settori⁹⁾.

Non esiste uniformità di pareri in merito all'impatto dello stato del ciclo economico sul successo delle riforme. Diversi studi sostengono che nelle fasi di debolezza della domanda alcune riforme del mercato del lavoro possono produrre effetti meno positivi o persino negativi, mentre altri dimostrano che la posizione nel ciclo economico non influisce sul successo delle riforme¹⁰⁾.

7) Cfr. ad esempio Blanchard, O. e Giavazzi, F., "Macroeconomic Effects of Regulation and Deregulation in Goods and Labor Markets", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n. 3, agosto 2003, pagg. 879-907.

8) Per un approfondimento sull'argomento, cfr. Blanchard, O.J., Froot, K.A. e Sachs, J.D. (a cura di), *The Transition in Eastern Europe*, University of Chicago Press, 1994.

9) Cfr. per esempio Everaert, A. e Schule, W., "Structural Reforms in the Euro Area: Economic Impact and Role of Synchronization across Markets and Countries", *Working Paper Series*, n. 06/137, FMI, 2006.

10) Cfr. ad esempio Tompson, W., *The Political Economy of Reform: Lessons from Pensions, Product Market and Labour Markets in Ten OECD Countries*, OECD Publishing, 2009.

La fiducia del mercato è un canale importante per sostenere gli effetti positivi delle riforme strutturali, la cui forza dipende in misura fondamentale dalla credibilità degli interventi. Riforme non credibili eserciteranno un impatto inferiore rispetto a situazioni nelle quali gli operatori economici hanno fin dall'inizio piena fiducia nel pacchetto di misure annunciato. Anderson et al. dimostrano che l'impatto del pacchetto nel più breve periodo è minore se la credibilità delle riforme si afferma solo gradualmente. Ciò sta quindi a indicare che riforme credibili possono esercitare effetti positivi più pronunciati, rapidi e durevoli.

Le riforme strutturali possono essere attuate anche quando la politica monetaria è vincolata dalla soglia minima di zero (zero lower bound, ZLB) dei tassi di interesse nominali. La letteratura teorica mostra che l'attuazione di riforme strutturali fa salire di norma il tasso di interesse reale poiché abbassa i livelli dei prezzi. Ciò può far diminuire i consumi privati nel breve periodo, in quanto i consumatori lungimiranti adeguano i loro profili di consumo e di risparmio¹¹⁾. Tali modelli indicano che la reazione del tasso di interesse reale è generalmente più significativa in caso di ZLB vincolante, il che rafforza questo canale. Altri studi hanno tuttavia rilevato che le implicazioni della ZLB possono essere superate se la fiducia del mercato è forte e grazie al canale degli investimenti, specie se sostenuti da una risposta positiva immediata dei mercati azionari in previsione dei benefici futuri delle riforme¹²⁾. È importante notare che la politica monetaria dispone altresì di misure non convenzionali per realizzare un ulteriore accomodamento anche se la ZLB per i tassi di interesse è vincolante.

2 LE RIFORME STRUTTURALI NELL'AREA DELL'EURO DURANTE LA CRISI

I paesi dell'area dell'euro hanno adottato un'ampia gamma di misure strutturali in risposta alla crisi economica e alla turbolenza dei mercati finanziari. Gli sforzi di riforma si sono concentrati principalmente nei paesi sottoposti a tensioni (cfr. riquadro 2) caratterizzati da forti squilibri macroeconomici e vulnerabilità. Le misure hanno riguardato ambiti quali i mercati finanziari, del lavoro e dei beni e servizi e la politica commerciale e di bilancio, con lo scopo di accrescere la flessibilità e la resilienza delle economie e in definitiva di promuovere una maggiore crescita sostenibile e di ripristinare la creazione di posti di lavoro.

11) Per un'analisi di questo aspetto, cfr. Eggertsson, G., Ferrero, A. e Raffo, A., "Can Structural Reforms Help Europe?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 61, Elsevier, gennaio 2014, pagg. 2-22.

12) Cfr. Fernández-Villaverde, J., "Discussion of 'Can Structural Reforms Help Europe?' by Gauti Eggertsson, Andrea Ferrero and Andrea Raffo", *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, 2013, oppure Vogel, L., "Structural reforms at the zero bound?", *European Economy - Economic Papers*, n. 537, DG ECFIN, Commissione europea, novembre 2014, per i riscontri più recenti.

RIQUADRO 2

L'IMPATTO DELLE RIFORME STRUTTURALI NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO SOTTOPOSTI A TENSIONI

Dall'insorgere della crisi finanziaria, i paesi dell'area dell'euro sottoposti a tensioni hanno attuato una serie di riforme strutturali i cui risultati preliminari segnalano notevoli guadagni in termini di prodotto. Questo riquadro intende far luce sul possibile impatto quantitativo delle

riforme strutturali sulle principali variabili macroeconomiche nel gruppo ristretto di paesi dell'area dell'euro sottoposti a maggiori tensioni¹⁾.

La Grecia ha attuato diverse riforme strutturali. Secondo stime del Fondo monetario internazionale (FMI)²⁾, politiche che colmano circa la metà del divario con il resto dell'area dell'euro nella disciplina dei mercati dei beni e servizi e del lavoro potrebbero far salire il PIL in termini reali di circa il 4 per cento dopo cinque anni e del 10 per cento nel lungo periodo. Ciò sembra corrispondere a quanto ha realizzato la Grecia durante la crisi in base alle variazioni degli indicatori della regolamentazione nel mercato dei beni e servizi (Product Market Regulation, PMR) e della legislazione a tutela dell'occupazione (Employment Protection Legislation, EPL) elaborati dall'OCSE. Uno studio della Foundation for Economic and Industrial Research³⁾ che si avvale del modello Global Integrated Monetary and Fiscal (GIMF) suggerisce effetti analoghi sul prodotto, l'occupazione, la produttività e la competitività nel lungo periodo.

In Irlanda, la ripresa è sostenuta da un ampio ventaglio di riforme strutturali. Il Servizio economico e di valutazione del Governo irlandese (Government Economic and Evaluation Service, IGEES)⁴⁾ stima ad esempio che una serie di riforme in materia di politica fiscale, di accesso ai finanziamenti, di politica di concorrenza, di competitività dei salari, di attivazione del mercato del lavoro e di capitale umano potrebbe tradursi in un aumento permanente dell'1,3 per cento nel livello del PIL entro il 2020 rispetto alle previsioni di base. Potrebbero inoltre essere creati 26.000 posti di lavoro in più del previsto.

L'Italia necessita di ulteriori riforme per accrescere il prodotto potenziale. Esistono diversi studi⁵⁾ riguardanti il possibile impatto delle riforme strutturali. In caso di riforme significative nel mercato del lavoro e in quello dei beni e servizi che allineerebbero l'Italia con le migliori prassi, il PIL potrebbe crescere di oltre il 10 per cento nel lungo periodo. Un'attuazione concomitante delle riforme in entrambi i mercati potrebbe determinare un incremento del prodotto ancora maggiore.

In Portogallo, le riforme del 2009-13 hanno già fatto aumentare il livello della produttività e del PIL potenziale. Secondo stime dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE)⁶⁾, le riforme ne determineranno un aumento del 3,5 per cento entro il 2020. Ulteriori analisi condotte dall'OCSE stanno a indicare che, se il Portogallo si allineasse alle migliori prassi tra i paesi appartenenti all'OCSE in vari ambiti di disciplina del mercato dei beni e servizi, il PIL aumenterebbe di un ulteriore 5,5 per cento entro il 2020⁷⁾.

In Spagna, i benefici principali sarebbero provenuti dalla riforma del mercato del lavoro attuata nel 2012. Uno studio dell'OCSE⁸⁾ mostra ad esempio che il 50 per cento del calo osservato nel costo del lavoro per unità di prodotto e almeno 25.000 nuovi contratti di lavoro a tempo indeterminato (principalmente nel segmento delle piccole imprese) al mese

1) L'impatto totale non è ancora stato interamente rilevato dai dati o dai rispettivi modelli. Un ulteriore motivo di cautela, particolarmente rilevante per i paesi sottoposti a maggiori tensioni, è rappresentato dalla difficoltà di distinguere tra le misure fiscali e quelle puramente strutturali data la loro attuazione in molti casi concomitante. Tenendo presente tali motivi di cautela, i risultati preliminari mostrano che si può attribuire alle riforme strutturali una parte importante dell'aumento del prodotto.

2) IMF Country Report n. 13/155, giugno 2013.

3) Foundation for Economic & Industrial Research, *Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms in Greece*, 2014.

4) "Quantification of the Economic Impacts of Selected Structural Reforms in Ireland", *IGEES Working Paper*, luglio 2014.

5) Per una sintesi degli studi riguardanti l'impatto delle riforme strutturali sull'economia italiana, cfr. *OECD Economic Surveys: Italy 2013*, OECD Publishing, 2013.

6) "Portugal: Reforming the State to promote growth", *Better Policies Series*, OECD Publishing, maggio 2013.

7) "Portugal: Deepening structural reform to support growth and competitiveness", *Better Policies Series*, OECD Publishing, luglio 2014.

8) *The 2012 Labour Market Reform in Spain: A Preliminary Assessment*, OECD Publishing, giugno 2014.

nel periodo fino al secondo trimestre del 2013 sono riconducibili alla riforma del mercato del lavoro attuata nel 2012. Tale riforma includeva aspetti sostanziali quali il passaggio alla contrattazione a livello di impresa e la modifica della normativa sui licenziamenti. In questo contesto, un'analisi separata condotta dal Banco de España⁹⁾ mostra tuttavia che i residui di una regressione dei salari sui prezzi, la disoccupazione e la produttività sono scesi dal 2008. Ciò suggerisce che le riforme del mercato del lavoro attuate in questo periodo trovano un potenziale riflesso in una moderazione salariale maggiore di quella provocata dagli andamenti della produttività, dei prezzi e del ciclo economico.

I paesi dell'area dell'euro sottoposti a maggiore stress hanno inoltre registrato progressi significativi nell'ambito delle riforme del mercato dei beni e servizi. La Commissione europea stima che, grazie alla direttiva sui servizi dell'UE e alle riforme del contesto in cui operano le imprese attuate fino alla metà del 2013, la produttività del lavoro nei settori interessati dalla direttiva in Portogallo, Spagna, Italia e Grecia è migliorata rispettivamente di circa il 4,3, il 5,7, il 7 e quasi il 9 per cento¹⁰⁾.

- 9) Izquierdo, M., Lacuesta, A. e Puente, S., "The 2012 labour reform: an initial analysis of some of its effects on the labour market", *Economic Bulletin*, Banco de España, settembre 2013.
- 10) "Market Reforms at Work in Italy, Spain, Portugal and Greece", *European Economy*, 5/2014, DG ECFIN, Commissione europea; inoltre, Varga, J., Werner, R. e in 't Veld, J., in "Growth Effects of Structural Reforms in Southern Europe: The case of Greece, Italy, Spain and Portugal", *European Economy - Economic Papers*, n. 511, DG ECFIN, Commissione europea, dicembre 2013, ravvisano nelle riforme dell'istruzione e della fiscalità gli ambiti più promettenti di intervento delle politiche strutturali e confermano che le riforme strutturali producono benefici economici significativi a medio e lungo termine.

Diversi paesi hanno introdotto riforme del mercato del lavoro per renderlo più flessibile e promuovere l'occupazione. La flessibilità nel mercato del lavoro è stata accresciuta riducendo le indennità di liquidazione, snellendo le procedure amministrative per la risoluzione dei contratti a tempo indeterminato, agevolando il ricorso a meccanismi alternativi di risoluzione delle controversie in materia di lavoro e accelerando l'iter giurisdizionale attraverso l'introduzione di un percorso dedicato. Al tempo stesso, nei paesi in cui il grado di segmentazione del mercato del lavoro era particolarmente elevato e quindi negativo per la produttività, la riduzione del livello eccessivo di tutela dei lavoratori a tempo indeterminato è stata spesso associata all'introduzione di criteri più rigorosi per il ricorso a contratti a tempo determinato. Vari paesi hanno adottato misure volte a ridurre il cuneo fiscale e a rivedere i meccanismi di fissazione dei salari con l'obiettivo di ridimensionare il ruolo dei contratti collettivi a livello dell'intera economia a vantaggio delle contrattazioni condotte a livello delle singole aziende.

Sono state attuate anche riforme del mercato previdenziale volte a creare sistemi pensionistici più sostenibili e ad accrescere l'offerta di lavoro. Le principali riforme dei sistemi pensionistici hanno innalzato l'età pensionabile e hanno ridotto le prestazioni per migliorare la sostenibilità di tali sistemi aumentando nel contempo l'offerta di lavoro e, di conseguenza, il prodotto potenziale¹³⁾.

Si rilevano inoltre notevoli progressi nel processo di riforma dei mercati dei beni e servizi. Alcuni paesi dell'area dell'euro hanno adottato misure volte ad alleggerire l'onere am-

13) Cfr. l'articolo *L'impatto della crisi economica sui mercati del lavoro nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2014 del Bollettino mensile della BCE. Cfr. anche "Euro area labour markets and the crisis", *Occasional Paper Series*, n. 138, BCE, ottobre 2012, che mostra come le riforme del mercato pensionistico abbiano determinato un aumento dell'occupazione e del tasso di partecipazione.

ministrativo connesso all'avvio di una nuova attività imprenditoriale, a migliorare l'accesso delle imprese ai finanziamenti e ad accrescere la concorrenza nei settori protetti. Molti hanno rivisto le norme riguardanti l'accesso ai mercati nei settori dell'energia, dei servizi professionali e dei trasporti. Diverse riforme dei mercati dei beni e servizi sono state inoltre avviate nel contesto del rafforzamento del mercato unico nell'UE.

Il ritmo di attuazione delle riforme è recentemente diminuito, nonostante l'emergere di studi che mostrano gli effetti benefici delle riforme significative attuate dal 2008. Gli indicatori della regolamentazione nel mercato dei beni e servizi (Product Market Regulation, PMR) e della legislazione a tutela dell'occupazione (Employment Protection Legislation, EPL) calcolati dall'OCSE mostrano una significativa attività di riforma, soprattutto nei paesi sottoposti a tensioni, fra il 2008 e il 2013. Le analisi sull'impatto delle riforme strutturali attuate fino al 2013 indicano che tali interventi hanno iniziato a produrre effetti in vari ambiti, hanno determinato ad esempio aumenti di produttività, miglioramenti delle esportazioni e potenzialmente anche una maggiore reattività dell'inflazione agli andamenti economici (cfr. riquadri 2 e 3). Ciò nonostante, il ritmo delle riforme è diminuito nel periodo recente.

Permangono ampi spazi per l'attuazione di ulteriori riforme nell'area dell'euro, anche se si rilevano differenze sostanziali tra paesi. Gli indicatori PMR ed EPL mostrano entrambi una considerevole eterogeneità tra paesi all'interno dell'area dell'euro e confermano che la distanza dalla frontiera del paese più flessibile dell'OCSE rimane notevole (cfr. figure 2 e 3). Pur non rilevando tutti i fattori che possono influire sulla regolamentazione, essi forniscono un'indicazione ragionevole delle rigidità e permettono un confronto tra paesi su base uniforme.

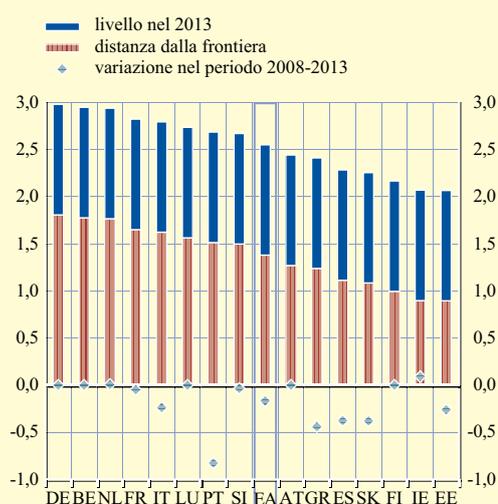
Figura 2 Regolamentazione dei mercati dei beni e servizi



Fonte: OCSE.

Note: paesi ordinati secondo la loro posizione nel 2013. Indicatori sintetici del rigore della regolamentazione nei mercati dei beni e servizi (ad esempio controllo statale, barriere all'imprenditoria e barriere al commercio e agli investimenti). Un valore più elevato corrisponde a regole più stringenti. La frontiera è il paese dell'OCSE con i risultati migliori, vale a dire i Paesi Bassi. La media dell'area dell'euro è calcolata a partire dai paesi che sono membri dell'OCSE e per i quali sono disponibili dati.

Figura 3 Legislazione a tutela dell'occupazione



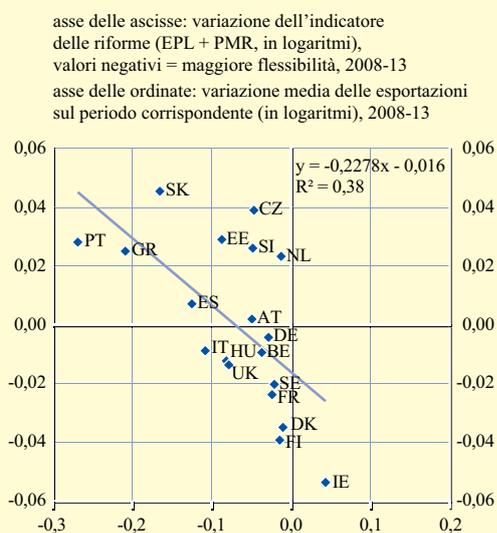
Fonte: OCSE.

Note: paesi ordinati secondo la loro posizione nel 2013. Indicatori sintetici del rigore della regolamentazione nei mercati del lavoro (ad esempio periodi di preavviso, indennità di liquidazione, utilizzo di contratti temporanei). Un valore più elevato corrisponde a regole più stringenti. La frontiera è il paese dell'OCSE con i risultati migliori, vale a dire gli Stati Uniti. La media dell'area dell'euro è calcolata a partire dai paesi che sono membri dell'OCSE e per i quali sono disponibili dati.

EVIDENZE INIZIALI DEGLI EFFETTI ESERCITATI DALLE RIFORME STRUTTURALI NELL'AREA DELL'EURO

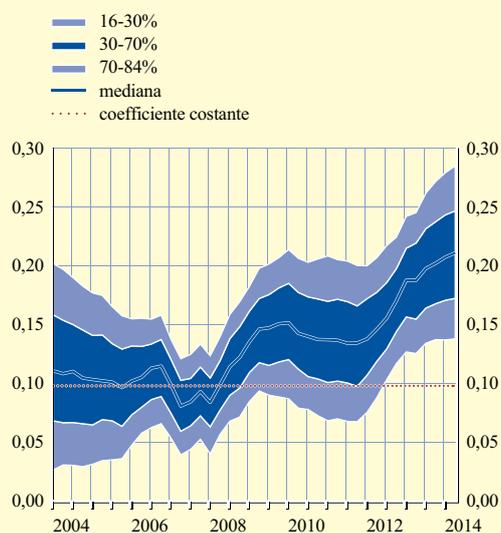
Nei paesi dell'area dell'euro che hanno attuato riforme strutturali si è registrato un miglioramento della dinamica delle esportazioni. In base ai dati relativi al periodo 2008-13, tali paesi mostrano in generale andamenti delle esportazioni migliori rispetto a quelli che hanno attuato meno riforme nell'orizzonte temporale considerato¹⁾. Ciò è riflesso nella forte correlazione positiva tra l'andamento delle esportazioni e l'intensità del processo di riforme strutturali, misurate dalla variazione degli indicatori della legislazione a tutela dell'occupazione (Employment Protection Legislation, EPL) e della regolamentazione del mercato dei beni e servizi (Product Market Regulation, PML) calcolati dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (cfr. figura A). La misura degli andamenti delle esportazioni è basata su Gaulier et al.²⁾ ed esclude la variazione nella crescita della quota del mercato delle esportazioni dovuta alla specializzazione in settori o aree geografiche in rapida espansione. Essa cattura invece la componente dovuta all'e-

Figura A Riforme strutturali ed esportazioni



Fonti: OCSE, Gaulier et al. (2015) ed elaborazioni della BCE.
 Nota: il parametro pendenza è significativo al 5 per cento.

Figura B Stime variabili nel tempo dell'inclinazione della curva di Phillips¹⁾



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 1) La curva di Phillips collega i tassi di crescita in termini trimestrali annualizzati, depurati dalla media, dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) al netto della componente energetica e alimentare (destagionalizzato) ai suoi primi due ritardi e al primo ritardo dell'output gap. I coefficienti e il logaritmo delle varianze degli errori si comportano come una random walk senza drift e sono stimati con metodi Bayesiani. L'inclinazione è il coefficiente dell'output gap. Per "coefficiente costante" si intendono le stime di un modello con coefficiente costante sul campione relativo al periodo 1996-2014.

- 1) Ci sono due precisazioni che è importante segnalare. La prima è che l'analisi riguarda esclusivamente le esportazioni di beni. Sebbene ciò limiti la portata dell'esercizio, non vi sono motivi per ritenere che le riforme strutturali influiscano sulle esportazioni di beni e servizi in modi sostanzialmente diversi. La seconda è che la misurazione delle esportazioni si basa soltanto sul margine intensivo del commercio estero.
- 2) Gaulier, G., Santoni, G., Taglioni, D. e Zignago, S., "In the wake of the global crisis: evidence from a new quarterly database of export competitiveness," *Policy Research Working Paper Series*, n. 6733, Banca mondiale, 2013.

voluzione della competitività dei prezzi e non, cioè i canali principali attraverso cui le riforme strutturali influiscono sulle esportazioni. Simulazioni delle riforme nei mercati dei beni e servizi e del lavoro modellate, utilizzando il modello EAGLE, come diminuzioni graduali dei mark-up salariali e di prezzo in un piccolo paese dell'area dell'euro, suffragano i riscontri empirici della figura A (cfr. riquadro 1)³⁾.

Le riforme strutturali potrebbero avere influito anche sulla dinamica dell'inflazione nell'area dell'euro. Tale impatto può essere generato dalla maggiore flessibilità di prezzi e salari, che accresce la reattività dell'inflazione agli andamenti economici. Ciò è in linea con i risultati empirici che mostrano un aumento dell'inclinazione stimata della curva di Phillips per l'area dell'euro negli ultimi anni (cfr. figura B). Un'analisi degli andamenti dei salari mostra inoltre la maggiore reattività di questi ultimi alla disoccupazione con il protrarsi della crisi, suggerendo quindi che le riforme nel mercato del lavoro iniziano ad accrescere la flessibilità dei salari in alcuni paesi dell'area dell'euro^{4), 5)}.

3) Cfr. l'articolo *L'aggiustamento nei paesi dell'area dell'euro: lo stato delle cose* nel numero di maggio 2013 del Bollettino mensile della BCE.

4) Le rigidità dei salari nominali sembrano essersi ridotte con il protrarsi della crisi, forse a indicare che le recenti riforme del mercato del lavoro esercitano pressioni al ribasso sui salari (cfr. "Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets", *Occasional Paper Series*, n. 159, BCE, febbraio 2015).

5) La stima di una curva di Phillips in forma ridotta deve essere presa con cautela. Poiché non esiste una forma funzionale concordata della curva di Phillips, i risultati potrebbero essere sensibili al metodo di specificazione e stima prescelto.

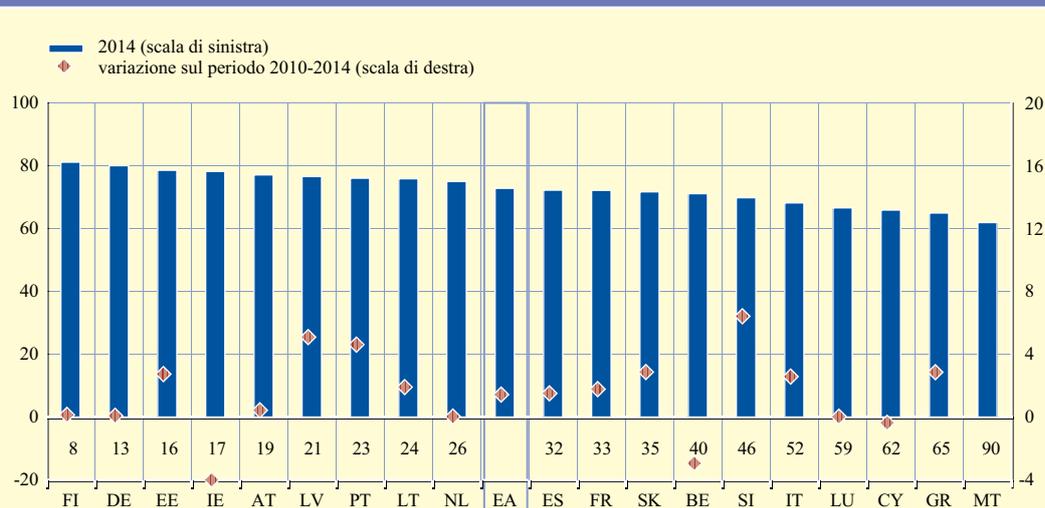
3 ULTERIORI ESIGENZE DI RIFORMA NELL'AREA DELL'EURO

L'attuazione di riforme strutturali dovrebbe costituire una priorità per i paesi dell'area dell'euro. L'adozione di ulteriori riforme sarebbe non solo positiva per i paesi interessati, ma sosterebbe anche la ripresa nell'area dell'euro e rafforzerebbe il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Le riforme che agiscono direttamente sulle barriere all'ingresso per accrescere la facilità di fare impresa rivestono un'importanza fondamentale. La figura 4 mostra che in gran parte dell'area dell'euro il contesto imprenditoriale rimane ostile e potrebbe essere migliorato notevolmente. Diversi paesi dell'area restano di fatto lontani dalla frontiera e ben distanti dalle economie che si posizionano in cima alla classifica a livello mondiale, con solo un paese dell'area dell'euro tra i primi dieci della classifica. La riduzione dei costi associati all'avvio di un'attività e l'abbassamento delle barriere normative all'ingresso di nuovi operatori migliorerebbero considerevolmente il contesto in cui operano le imprese.

Servono inoltre ulteriori riforme del mercato del lavoro. Sono necessarie ad esempio riforme che permettano ai lavoratori di ricollocarsi rapidamente in nuovi settori e posti di lavoro e che riducano la durata del periodo di disoccupazione e la disoccupazione strutturale. Ciò richiede politiche favorevoli a contratti a livello di impresa che permettano ai salari di meglio riflettere gli andamenti della produttività e le condizioni del mercato del lavoro a livello locale, consentano una maggiore differenziazione dei salari tra lavoratori e settori, riducano le rigidità nell'aggiustamento dell'occupazione e le dualità presenti nei vari mercati del lavoro e migliorino la mobilità del lavoro sia interna sia tra paesi dell'area dell'euro contribuendo di conseguenza a ridurre i disallineamenti strutturali. Quest'ultimo andamento sarà altresì favorito dallo sviluppo delle competenze dei lavoratori attraverso efficaci politiche attive del mercato del lavoro rivolte ai disoccupati e dall'introduzione di meccanismi che consentono

Figura 4 Indice della Banca mondiale relativo alla facilità di fare impresa: distanza dalla frontiera



Fonte: Banca mondiale.

Note: i paesi sono ordinati in base alla distanza dalla frontiera nel 2014. Il punteggio relativo al 2014 misura la differenza tra i risultati di una particolare economia e le migliori prassi. Zero indica i risultati peggiori e 100 rappresenta la frontiera (misurata dal paese che occupa la posizione più elevata nella classifica). Non sono disponibili dati per Malta prima del 2013. "EA" riflette la media semplice dei paesi dell'area dell'euro. I valori sull'asse delle ascisse rispecchiano la posizione del rispettivo paese nell'indice complessivo del 2014 concernente la facilità di fare impresa.

l'acquisizione di qualifiche professionali più in linea con le esigenze del mercato, attraverso tirocini e corsi di formazione professionale.

Maggiori riforme nei mercati dei beni e servizi accrescerebbero il potenziale di crescita nell'area dell'euro e favorirebbero una più rapida riallocazione di risorse e lavoro nei settori più produttivi. La prosecuzione del processo di riforma nei mercati dei beni e servizi, compresa la liberalizzazione delle professioni, è essenziale per ridurre gli oneri amministrativi eccessivi e per fornire i segnali di mercato necessari per una corretta riallocazione e ristrutturazione dell'economia nell'area dell'euro. Tra i settori per i quali sono già in corso iniziative a livello di intera UE figura quello dei servizi. Rimangono tuttavia spazi significativi per l'attuazione di ulteriori riforme volte a promuovere la concorrenza e la produttività¹⁴⁾.

4 CONCLUSIONI

Le riforme strutturali possono rafforzare la crescita nell'area dell'euro sia a breve sia a più lungo termine. Se adeguatamente formulate, oltre che attuate in modo credibile e attento, le riforme possono ridurre al minimo o eliminare le possibili dinamiche negative di breve periodo di alcune componenti del PIL e massimizzare gli effetti benefici a più lungo termine. La credibilità delle riforme e della loro attuazione svolge un ruolo essenziale in quanto rafforza la fiducia dei mercati e anticipa gli impatti positivi degli interventi attraverso la previsione di redditi più elevati e la risposta favorevole dei mercati finanziari.

14) Cfr. per esempio Monteagudo, J., Rukowski, A. e Lorenzani, D., "The economic impact of the Services Directive: A first assessment following implementation", *European Economy - Economic Papers*, n. 456, DG ECFIN, Commissione europea, giugno 2012, oppure Fernández-Corugedo, E. e Pérez-Ruiz, E., "The EU Services Directive: Gains from Further Liberalization", *Working Paper Series*, n. 14/113, FMI, 2014.

Servono maggiori riforme a livello di singoli paesi per rafforzare e stimolare il potenziale di crescita dell'Unione monetaria. Anche se negli ultimi anni sono stati compiuti progressi significativi, c'è ancora ampio spazio per l'attuazione di ulteriori riforme strutturali nell'area dell'euro e questo riveste carattere di urgenza. Tali riforme eserciteranno i massimi benefici nei paesi contraddistinti da rigidità relativamente maggiori. Pur restando in primo luogo e soprattutto nell'interesse dei singoli paesi dell'area che le attuano, le riforme agevolano altresì l'ordinato funzionamento dell'Unione monetaria nel suo insieme rendendo l'area dell'euro più flessibile e resiliente di fronte agli shock macroeconomici e facilitando inoltre la ristrutturazione delle economie.

CHI DETIENE COSA? LE NUOVE INFORMAZIONI SULLE DISPONIBILITÀ IN TITOLI

La crisi finanziaria del 2008-2009 ha evidenziato la necessità di dati dettagliati sulle disponibilità a livello di singoli titoli. Questo articolo presenta le nuove statistiche sulle disponibilità in titoli raccolte dal Sistema europeo di banche centrali a partire dall'inizio del 2014, che contribuiscono in misura significativa a colmare le lacune informative sulle disponibilità in titoli sia all'interno dell'area dell'euro, sia fra l'area dell'euro e il resto del mondo. In particolare, poiché i dati sono segnalati titolo per titolo, essi consentono di disporre di un'ampia gamma di nuove disaggregazioni. L'articolo descrive la portata, il contenuto e la copertura delle nuove statistiche. In aggiunta, illustra il loro valore aggiunto sulla base di alcuni esempi specifici e ne delinea le potenziali applicazioni.

I INTRODUZIONE

Quando nel settembre 2008 Lehman Brothers fallì, le autorità, comprese le banche centrali, disponevano di informazioni assai limitate su chi fosse esposto ai titoli coinvolti. In particolare, gran parte delle statistiche ufficiali esistenti fornivano unicamente informazioni a livello aggregato, rendendo difficile individuare le esposizioni degli operatori di mercato o dei singoli settori a determinati emittenti oppure rilevare l'entità del contagio che un evento analogo avrebbe potuto innescare ¹⁾.

Questa e altre esperienze simili, in cui la mancanza di dati dettagliati è stata di ostacolo a un'azione tempestiva di parte ufficiale, hanno messo in luce la necessità di disporre di statistiche precise sulle disponibilità in titoli, imprimendo un'accelerazione ai preparativi condotti dal Sistema europeo di banche centrali (SEBC) per l'elaborazione di nuove statistiche volte a colmare in parte tale lacuna informativa ²⁾. Questi lavori hanno portato all'adozione di due testi legislativi ³⁾ che forniscono una solida base giuridica per la raccolta di una serie di dati esaurienti sulle disponibilità in titoli per l'area dell'euro. La raccolta effettiva di dati per le nuove statistiche sulle disponibilità in titoli (SHS, secondo l'acronimo inglese) ha preso avvio agli inizi del 2014 con i dati relativi alle disponibilità di fine dicembre 2013.

La parte restante di questo articolo è strutturata come segue. La sezione 2 presenta le statistiche SHS, in particolare in termini di portata, contenuto e copertura. La sezione 3 illustra le possibili applicazioni dei dati SHS apportando alcuni esempi. Infine, la sezione 4 conclude.

2 LE PRINCIPALI CARATTERISTICHE DELLE STATISTICHE SULLE DISPONIBILITÀ IN TITOLI

Le statistiche SHS sono raccolte con cadenza trimestrale dal quarto trimestre del 2013 e riguardano due principali tipologie di titoli, i titoli di debito e le azioni (comprese le quote di fondi di investimento). Esse si caratterizzano in particolare per essere raccolte a livello di singolo titolo, ossia titolo per titolo.

1) Cfr. Harford, T., "Let's have some real-time economics", *Financial Times*, 7 marzo 2014.

2) Cfr. Sola, P. e Strobbe F., "Addressing data gaps revealed by the financial crisis: European Central Bank statistics on holdings of securities", Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, *IFC Bulletin*, n. 34: Atti della Conferenza dell'IFC dal titolo "Initiatives to address data gaps revealed by the financial crisis", Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, agosto 2010.

3) Regolamento della Banca centrale europea del 17 ottobre 2012 relativo alle statistiche sulle disponibilità in titoli (BCE/2012/24) e indirizzo della Banca centrale europea del 22 marzo 2013 relativo alle statistiche sulle disponibilità in titoli (BCE/2013/7).

2.1 RACCOLTA DEI DATI

La raccolta di dati sulle disponibilità in titoli, titolo per titolo, ha fatto notevoli progressi negli ultimi anni, in ragione dei vantaggi che offre⁴⁾. In precedenza ai soggetti segnalanti veniva chiesto, prima di trasmettere i dati, di aggregarli secondo scomposizioni definite dall'autorità statistica ("metodo aggregato"). Da un lato, questo metodo richiede che i soggetti segnalanti comprendano i codici statistici e li utilizzino per aggregare i dati. Dall'altro lato, i responsabili della compilazione delle statistiche devono assicurare che ciascun soggetto segnalante effettui l'aggregazione e applichi gli standard statistici nello stesso modo (armonizzato). In aggiunta, ogniqualvolta si rendano necessari cambiamenti, tutti i soggetti segnalanti sono tenuti ad adeguare i propri sistemi di conseguenza.

Nella raccolta di dati titolo per titolo, la fase dell'aggregazione da parte dei soggetti segnalanti è eliminata. I soggetti segnalano soltanto alcune voci essenziali, come il codice identificativo ISIN (International Securities Identification Number), ampiamente utilizzato nei mercati finanziari, e i corrispondenti importi monetari (posizioni e/o transazioni). Il responsabile della compilazione statistica utilizza quindi l'ISIN e i dati di riferimento sui titoli per calcolare in maniera accentrata gli aggregati necessari. Ciò assicura a sua volta che i dati di ciascun soggetto segnalante vengano trattati in maniera armonizzata, consentendo così al responsabile della compilazione di gestire accuratamente la qualità dei dati. In aggiunta, la disponibilità di dati altamente granulari rende possibile calcolare un'ampia gamma di scomposizioni anche retrospettivamente (ogniqualvolta necessario), senza operare ulteriormente le istituzioni segnalanti. Se da un lato i costi sopportati dai soggetti segnalanti si riducono, dall'altro aumentano quelli in capo all'autorità statistica a causa della raccolta di dati granulari, dell'ampia manipolazione degli stessi e del mantenimento di dati di riferimento. Nondimeno, tali costi sono più che compensati dai numerosi benefici. In particolare, i recenti progressi negli ambiti dell'informatica, delle infrastrutture e dei canali di comunicazione collegati hanno reso considerevolmente più facile una raccolta di dati su questa scala.

2.2 PORTATA

Il progetto SHS contiene due moduli di dati (SHS settore e SHS gruppo), che differiscono per quanto riguarda la granularità delle informazioni dal lato del detentore del titolo (cfr. figura 1). Il modulo SHS settore fornisce informazioni aggregate sulle disponibilità in titoli dei settori istituzionali residenti nei singoli paesi, mentre il modulo SHS gruppo contiene attualmente informazioni sulle disponibilità di ciascuno dei 25 maggiori gruppi bancari con sede centrale nell'area dell'euro (ossia informazioni detentore per detentore).

Il modulo SHS settore, inoltre, è formato da due principali serie distinte di dati: 1) i titoli detenuti dagli investitori residenti nell'area dell'euro, ad esempio le famiglie in Germania o le istituzioni finanziarie monetarie (IFM)⁵⁾ in Francia, e 2) i titoli dell'area dell'euro detenuti da investitori non residenti e depositati in custodia nell'area dell'euro, ad esempio titoli tedeschi

4) Negli Stati Uniti, ad esempio, la raccolta dei dati Treasury International Capital (TIC) sulle disponibilità estere in titoli USA e le disponibilità USA in titoli esteri si basa su tale metodo. Per maggiori informazioni sulla serie TIC, cfr. <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>. Anche varie altre serie statistiche pubblicate dalla BCE, come quelle sulla bilancia dei pagamenti o sui fondi di investimento, si avvalgono dello stesso metodo. Il database SHS, tuttavia, è l'unico esempio di database internazionale integrato (ossia di dati raccolti da più paesi) contenente dati titolo per titolo sulle disponibilità in titoli.

5) Ai fini del presente articolo, il settore delle IFM comprende le società di raccolta di depositi e i fondi monetari, al netto delle banche centrali, salvo altrimenti indicato.

Figura 1 Panoramica dei due moduli SHS

(migliaia di miliardi di euro, valori di mercato)

Modulo SHS	Tipo di dati	Entità ¹⁾
Modulo SHS settore Disponibilità in base al paese e al settore dell'investitore	Investitori residenti nell'area dell'euro	Totale = 23,4 (di cui: disponibilità di titoli esterni all'area dell'euro ²⁾ = 5,1)
	Investitori non residenti nell'area dell'euro Segnalati dai depositari dell'area dell'euro	Totale = 8,5 (non rilevate le disponibilità di titoli esterni all'area dell'euro ²⁾)
	Investitori UE non residenti nell'area dell'euro Segnalati da alcuni paesi UE non appartenenti all'area dell'euro	Totale = 1,2 (di cui: disponibilità di titoli esterni all'area dell'euro ²⁾ = 1,1)
Modulo SHS gruppo Disponibilità in base al singolo gruppo bancario (disponibile per alcuni gruppi un livello maggiore di dettaglio, ad es. singole entità)	Segnalazione attuale: 25 maggiori gruppi bancari con sede legale nell'area dell'euro (comprende le disponibilità delle sussidiarie e delle filiali all'esterno dell'area dell'euro)	Totale = 3,2 (di cui: disponibilità di titoli esterni all'area dell'euro ²⁾ = 0,8)

Fonti: BCE (SHS settore e SHS gruppo) ed elaborazioni della BCE.

1) Al netto delle disponibilità SHS settore detenute da investitori non finanziari e di quelle di titoli privi di ISIN.

2) Per titoli esterni all'area dell'euro si intendono i titoli emessi da prenditori residenti al di fuori dell'area dell'euro.

detenuti da investitori statunitensi e depositati in Lussemburgo. In aggiunta, i dati SHS settore sono raccolti anche da gran parte dei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (ossia Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Ungheria, Polonia e Romania).

L'entità delle disponibilità rilevate è piuttosto consistente, specialmente nel caso del modulo SHS settore. A fine giugno 2014 le disponibilità totali degli investitori dell'area dell'euro ammontavano a circa 23.400 miliardi di euro⁶⁾, comprendenti sia i titoli emessi dai residenti dell'area dell'euro (18.300 miliardi di euro circa) sia quelli emessi da non residenti (5.100 miliardi di euro circa). I titoli detenuti in custodia dagli investitori non residenti segnalati da depositari nell'area dell'euro erano alquanto inferiori (intorno agli 8.500 miliardi di euro) e consistevano unicamente di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. I dati segnalati dai paesi dell'UE non appartenenti all'area coprivano disponibilità per approssimativamente 1.200 miliardi di euro; il resto di questo articolo, tuttavia, è basato sui dati dei paesi dell'area dell'euro⁷⁾.

Il modulo SHS gruppo presenta importi significativamente inferiori. Esso copre circa 3.200 miliardi di euro di titoli segnalati da un campione limitato di grandi gruppi bancari con sede centrale nell'area dell'euro (i 25 gruppi maggiori alla fine del secondo trimestre 2014). Il modulo SHS gruppo rileva le disponibilità in titoli dell'intero gruppo, comprese le sussidiarie e le filiali

6) I dati presentati in questo articolo si riferiscono alla fine di giugno 2014, salvo altrimenti indicato.

7) Vi è una parziale sovrapposizione fra entrambi i tipi di dati. La parte delle disponibilità di titoli dell'area dell'euro segnalata dai paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro è rilevata anche dai dati raccolti dai depositari dell'area dell'euro, benché con una scomposizione settoriale limitata.

residenti all'esterno dell'area dell'euro. Il modulo considera le disponibilità di titoli sia emessi da residenti nell'area (2.400 miliardi di euro) sia emessi da non residenti (800 miliardi di euro).

Va notato che, in molti casi, i dati SHS contribuiscono a colmare lacune statistiche an-nose – anche su base aggregata – con informazioni che in precedenza non erano ricavabili da alcuna fonte statistica. Ad esempio, il modulo SHS settore contiene anche dati relativi alle disponibilità dei settori non finanziari di paesi dell'area dell'euro segnalati dai depositari in altri paesi dell'area (ad esempio, disponibilità delle famiglie tedesche depositate in custodia presso, e quindi segnalate da, depositari in Lussemburgo). Queste disponibilità ammontano a circa 400 miliardi di euro.

2.3 CONTENUTO

La raccolta di dati sulle disponibilità a un livello elevato di granularità, titolo per titolo, offre la possibilità di collegare i dati SHS con altri database, in particolare quelli contenenti dati di riferimento su singoli titoli, di norma utilizzando l'ISIN come elemento di raccordo. Nel caso dei dati SHS, una parte integrante della compilazione dei dati è il collegamento con le informazioni del Centralised Securities Database (CSDB)⁸⁾, piattaforma multiuso gestita congiuntamente dal SEBC e contenente informazioni di riferimento (come prezzo, nome dell'emittente e importo in essere) su oltre sei milioni di titoli di debito, azioni e quote di fondi di investimento.

Di conseguenza, i dati SHS arricchiti dalle informazioni del CSDB presentano un elevato numero di caratteristiche, che possono essere liberamente combinate per ricavare scomposizioni e/o aggregazioni varie per quanto riguarda sia gli emittenti, sia i detentori (cfr. la tavola 1 per alcune delle principali caratteristiche). Ad esempio, il modulo SHS settore può essere utilizzato per ottenere informazioni sul valore di mercato dei titoli di debito con scadenza a tre anni emessi da una specifica istituzione non finanziaria detenuti dal settore delle IFM francesi.

Tavola 1 Caratteristiche selezionate del database SHS arricchite dalle informazioni CSDB

Raccolta dati SHS		Dati di riferimento CSDB	
Dati sul soggetto detentore Chi detiene il titolo?	Valore corrente Quanto vale il titolo?	Dati sul titolo Di che titolo si tratta?	Dati sull'emittente Chi è l'emittente?
Modulo SHS settore ¹⁾	Valore di mercato	Identificativo del titolo (ISIN)	Nome/codice dell'emittente
– Settore	Valore nominale	Tipo di strumento	Settore dell'emittente
– Paese	Flussi nozionali ³⁾	Prezzo	Paese dell'emittente
	Redditi maturati	Data di scadenza	Classificazione NACE
Modulo SHS gruppo ²⁾		Capitalizzazione di mercato	
– Singoli gruppi bancari		Importo in essere	
		Valuta	
		Stanziabilità in garanzia nelle operazioni con l'Eurosistema	

1) Le informazioni sui soggetti detentori sono disponibili soltanto a livello aggregato (per settore istituzionale e/o per paese), non per singolo soggetto detentore. I principali settori detentori disponibili sono: a) società di raccolta di depositi, b) fondi monetari, c) fondi di investimento, d) società veicolo, e) compagnie di assicurazione, f) fondi pensione, g) altre società finanziarie, h) amministrazioni pubbliche, i) imprese non finanziarie, l) famiglie e m) istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per le disponibilità di investitori non residenti nell'area dell'euro, la scomposizione settoriale si limita a: a) amministrazioni pubbliche e banche centrali e b) altri investitori.

2) Informazioni disponibili a livello di singolo (gruppo) detentore.

3) I flussi nozionali si riferiscono ai valori stimati delle transazioni (ossia riflettono le variazioni nelle posizioni depurate delle variazioni di prezzo e di cambio, nonché delle altre variazioni di volume dovute a riclassificazioni, aggiustamenti, ecc.).

8) Per maggiori informazioni, cfr. la pubblicazione intitolata "The centralised securities database in brief" sul sito Internet della BCE.

2.4 COPERTURA

I dati SHS sono periodicamente verificati utilizzando fonti di dati comparabili al fine di assicurare una qualità e una copertura adeguate. In particolare, sono messi a confronto con altre statistiche della BCE, come i conti finanziari e non finanziari integrati dell'area dell'euro, le statistiche di bilancio delle IFM, le statistiche relative a compagnie di assicurazione e fondi pensione, fondi di investimento ed emissioni di titoli, nonché le statistiche bancarie consolidate. Questi raffronti e le successive indagini forniscono preziose indicazioni sui motivi di eventuali discrepanze, comprese possibili differenze concettuali e di misurazione.

Il riquadro 1 descrive in maggiore dettaglio i vari aspetti che possono essere fonte di discrepanza fra i dati SHS e le altre statistiche esistenti sulle disponibilità in titoli. In particolare, spiega come i dati SHS settore sulle disponibilità degli investitori dell'area dell'euro presentino una qualità e una copertura migliori (nonché un maggiore grado di dettaglio) di quelli sulle disponibilità degli investitori esterni all'area segnalati dai depositari dell'area dell'euro. Ciò si deve al fatto che i dati SHS settore sono spesso raccolti sulla base della segnalazione diretta dei detentori effettivi, mentre gli altri dati si basano soltanto sulle segnalazioni indirette dei depositari dell'area dell'euro, che presumibilmente coprono solo una parte delle disponibilità totali dei non residenti.

RIQUADRO 1

DIFFERENZE FRA I DATI SHS E ALTRE STATISTICHE SUI TITOLI

Vari aspetti dei dati SHS devono essere presi in considerazione in sede di riconciliazione dei principali aggregati ricavati da questi dati con le altre statistiche (aggregate) esistenti sulle disponibilità in titoli. La raccolta dei dati SHS riguarda i titoli per i quali è possibile fornire in maniera altamente standardizzata informazioni dettagliate, ossia titoli di debito, quote di fondi di investimento e azioni quotate (le azioni non quotate sono escluse). In aggiunta, le disponibilità in titoli privi di ISIN sono rilevate soltanto in alcuni paesi e, al momento della redazione di questo articolo, non erano incorporate nei regolari aggregati SHS (i dati segnalati ammontano a quasi 1.000 miliardi di euro, emessi principalmente da fondi di investimento).

Quel che è più importante è che uno dei principali aspetti che influenzano la copertura e la qualità dei dati SHS è il metodo di raccolta, ossia la segnalazione diretta da parte degli investitori effettivi o indiretta per il tramite dei depositari che detengono (in custodia) i titoli per conto degli investitori effettivi. Il metodo indiretto, tramite i depositari, consente di raccogliere i dati da un numero relativamente esiguo di soggetti segnalanti specializzati. Il principale svantaggio di questo metodo è che non vengono rilevati i titoli detenuti da un depositario non soggetto a segnalazione SHS ¹⁾. In aggiunta, un depositario potrebbe non conoscere l'investitore finale e quindi i dati risentire del cosiddetto "custodial bias" (specialmente se i clienti del depositario sono istituzioni operanti per conto di terzi/clienti), con ripercussioni sulla scomposizione geografica e settoriale dal lato degli investitori.

1) I depositari non residenti nell'area dell'euro, ad esempio, considerato che i regolamenti della BCE sono applicabili soltanto ai residenti dell'area dell'euro.

Il metodo dei depositari è usato di norma se l'investitore è residente al di fuori della rispettiva giurisdizione o se i costi della raccolta diretta dei dati dagli investitori sono eccessivi (ad esempio per le disponibilità delle famiglie o delle imprese non finanziarie di piccole dimensioni). Nel caso di SHS, le segnalazioni dei depositari sono utilizzate per raccogliere informazioni sulle disponibilità in titoli dell'area dell'euro di investitori residenti fuori dall'area (ad esempio debito pubblico dell'area dell'euro detenuto da statunitensi) e sulle disponibilità dei settori non finanziari nell'area dell'euro (ad esempio disponibilità delle famiglie tedesche).

Un'altra differenza concettuale attiene al trattamento delle deroghe. Ai soggetti segnalanti meno rilevanti si applicano deroghe in quasi tutte le statistiche ufficiali e gli aggregati finali di solito tengono conto dell'impatto delle deroghe effettuandone una stima. Tuttavia, attualmente questo non avviene nel caso dei dati SHS poiché, essendo composti da dati titolo per titolo, tutti gli aggregati SHS sono costruiti in modo tale da poter essere disaggregati fino alla singola disponibilità.

Esistono altre differenze, comprese differenze di valutazione e di misurazione, a seconda dei dati di riferimento selezionati. Ad esempio, mentre le disponibilità SHS sono presenti in termini di valori sia di mercato sia nominali, le altre fonti di dati potrebbero basarsi su una combinazione di metodi di valutazione diversi applicati a sottoinsiemi diversi delle disponibilità complessive.

Il modulo SHS settore copre circa l'83% dell'ammontare totale di titoli in essere emessi dai residenti nell'area dell'euro (cfr. tavola 2). In altri termini, il settore e il paese dei detentori sono noti per 27.000 miliardi di euro circa dei 32.000 miliardi in essere ricavati dai dati della BCE sui conti dell'area dell'euro, conti che misurano sia le disponibilità sia le emissioni in essere di tutti i settori dell'area dell'euro a livello aggregato, e forniscono quindi un parametro esauriente per i dati SHS settore (cfr. anche il riquadro 2). La copertura per i titoli di debito (92 per cento) risulta maggiore di quella per le azioni (73 per cento).

Un raffronto più dettagliato può essere effettuato sulla base dei dati dei conti dell'area dell'euro relativi alle disponibilità di ciascun settore dell'area (cfr. tavola 3). Nel complesso, i dati SHS settore coprono circa l'83 per cento degli aggregati nei dati dei conti dell'area, ma la percentuale varia a seconda dei settori detentori. Ad esempio, essa raggiunge tendenzialmente quasi il 90 per cento per il settore delle IFM e per gli altri intermediari finanziari e ausiliari finanziari, che in gran parte dei casi sono soggetti a segnalazione diretta. Per contro, è inferiore all'80 per cento per gli investitori non finanziari dell'area dell'euro, che in genere non sono soggetti a segnalazione diretta.

Tavola 2 SHS settore: disponibilità in titoli emessi da residenti dell'area dell'euro, alla fine del secondo trimestre del 2014

(migliaia di miliardi di euro, valori di mercato)

	Titoli di debito	Azioni	Totale
Importo in essere dei titoli emessi nell'area dell'euro (conti dell'area dell'euro)	17,7 (100%)	14,5 (100%)	32,2 (100%)
Di cui: coperti dalle disponibilità SHS settore	16,2 (92%)	10,7 (73%)	26,9 (83%)
<i>Detenuti da investitori residenti nell'area dell'euro</i>	10,6	7,7	18,3
<i>Detenuti da investitori non residenti nell'area dell'euro</i>	5,6	2,9	8,5

Fonti: BCE (SHS settore e conti dell'area dell'euro) ed elaborazioni della BCE.

Tavola 3 Disponibilità in titoli dei settori dell'area dell'euro alla fine del secondo trimestre del 2014

(miliardi di euro, valori di mercato)

	SHS settore	Conti dell'area dell'euro	Copertura SHS (valori percentuali)
Settori finanziari dell'area dell'euro	18,316	21,700	84
Istituzioni finanziarie monetarie	6,152	6,914	89
Altri intermediari e ausiliari finanziari	7,488	8,705	86
Compagnie di assicurazione e fondi pensione	4,676	6,081	77
Settori non finanziari dell'area dell'euro	5,036	6,408	79
Imprese non finanziarie	1,434	1,955	73
Amministrazioni pubbliche	746	982	76
Famiglie	2,856	3,471	82
Totale	23,352	28,108	83

Fonti: BCE (SHS settore e conti dell'area dell'euro) ed elaborazioni della BCE.

La copertura SHS per le disponibilità degli investitori non residenti nell'area dell'euro segnalate dai depositari dell'area è relativamente elevata, intorno all'81 per cento, rispetto alle passività tratte dai dati sui conti dell'area, che ammontano a circa 10.600 miliardi di euro. La copertura è elevata per i titoli di debito e le azioni quotate, ma piuttosto bassa per le quote di fondi di investimento. Oltre ai limiti della segnalazione indiretta da parte dei depositari (cfr. il riquadro 1 per maggiori dettagli) va segnalato che la qualità dei dati SHS sulle disponibilità degli investitori non residenti nell'area è ancora soggetta a miglioramenti, dal momento che la raccolta di questi dati ha preso avvio solo di recente nell'area dell'euro⁹⁾.

3 ESEMPI DI POSSIBILI APPLICAZIONI DELLE STATISTICHE SULLE DISPONIBILITÀ IN TITOLI

Data la ricchezza delle statistiche SHS, non è possibile presentare una panoramica esauriente delle loro potenziali applicazioni. I casi di studio seguenti, tuttavia, tentano quantomeno di dare un'idea dei possibili impieghi, ad esempio ai fini della politica monetaria, della stabilità finanziaria e dell'integrazione finanziaria. Il riquadro 2 spiega inoltre i benefici che le nuove statistiche SHS potrebbero presentare per altre statistiche, utilizzando l'esempio dell'impiego futuro dei dati SHS settore per migliorare i conti dell'area dell'euro.

3.1 CASO DI STUDIO I: ANALISI DELLE DINAMICHE DI INVESTIMENTO DEI SINGOLI SETTORI DELL'AREA DELL'EURO

I dati SHS possono essere utilizzati per studiare le differenze nelle dinamiche di investimento dei singoli settori dell'area dell'euro analizzando, ad esempio, il profilo in termini di vita residua delle disponibilità settoriali in titoli di debito (cfr. figura 2). I dati evidenziano che la quota di titoli a breve termine è maggiore all'interno dei portafogli dei settori non finanziari (famiglie, imprese non finanziarie e amministrazioni pubbliche) e, viceversa, minore nelle disponibilità delle compagnie di assicurazione e fondi pensione. Il profilo delle disponibilità delle IFM potrebbe riflettere le diverse funzioni di questo settore (ad esempio, da un lato l'investimento in fondi del mercato monetario a breve termine e in carta commerciale e, dall'altro lato, l'attività di market-making che presuppone disponibili-

9) I dati SHS settore sulle disponibilità degli investitori nazionali sono raccolti dal SEBC su base volontaria e con la massima diligenza possibile ("best-effort") dagli inizi del 2009. In aggiunta, anche prima del 2009, alcuni paesi dell'area dell'euro disponevano di sistemi nazionali per la raccolta di dati sulle disponibilità in titoli degli investitori residenti.

tà in titoli di un ampio spettro di scadenze, nonché la sottoscrizione di emissioni mobiliari nell'ambito dell'attività di investment banking, che può indurre ad accumulare debito a lungo termine).

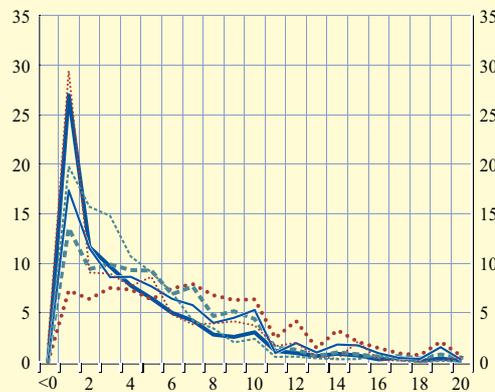
Conoscere l'esatto profilo per scadenze delle disponibilità in titoli può rivelarsi utile ad esempio in sede di analisi del canale di bilancio del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, per monitorare le vulnerabilità collegate alle posizioni di liquidità dal lato degli emittenti e misurare i disallineamenti di scadenza fra attività e passività. In aggiunta, le variazioni nelle disponibilità dei vari settori sono rilevanti nell'ambito della valutazione delle misure non convenzionali di politica monetaria, come i programmi di acquisto di attività finanziarie. In particolare, tali informazioni aiutano a valutare i rispettivi effetti di annuncio e di bilancio e a stimare i potenziali effetti di spiazzamento. All'occorrenza, sono disponibili anche dati più granulari, sia dal lato degli investitori (scomposizione per paese-settore) sia dal lato degli emittenti (fino al livello di singolo emittente/titolo).

Figura 2 Profilo per scadenze delle disponibilità in titoli di debito dei singoli settori dell'area dell'euro

(percentuali delle disponibilità totali alla fine del secondo trimestre del 2014)

asse delle ascisse: vita residua in anni

- istituzioni finanziarie monetarie
- compagnie di assicurazione e fondi pensione
- - - - - altre istituzioni finanziarie
- amministrazioni pubbliche
- imprese non finanziarie
- - - - - famiglie e ISSLSF



Fonti: BCE (SHS settore) ed elaborazioni della BCE.

Note: una vita residua negativa corrisponde alla disponibilità di titoli oltre la loro data di scadenza prevista a seguito del fallimento dell'emittente. ISSLSF sta per istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

3.2 CASO DI STUDIO 2: INTERCONNESSIONE DEI PRINCIPALI SETTORI DELL'AREA DELL'EURO

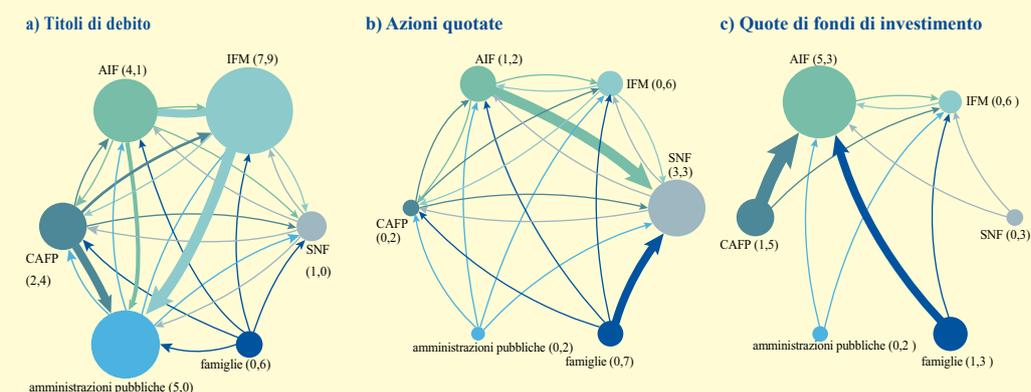
Uno dei vantaggi delle statistiche SHS è che forniscono dati sui titoli emessi dai singoli settori principali dell'area dell'euro e detenuti dagli stessi settori. Poiché queste informazioni non erano precedentemente disponibili da altre fonti per tutti i settori dell'area, i dati SHS possono risultare particolarmente utili nell'ottica della stabilità del sistema finanziario nell'area dell'euro. In particolare, essi consentono di valutare meglio l'interconnessione dei settori, il livello di rischio sistemico e la forza dei possibili canali di contagio sistemico (sia diretti sia indiretti).

Le esposizioni dirette dovute ai titoli emessi da un settore dell'area dell'euro e detenuti da un settore diverso differiscono considerevolmente a seconda del tipo di titolo.

Un aspetto degno di nota del mercato dei titoli di debito dell'area dell'euro (cfr. figura 3, diagramma a) è che tutti e tre i settori finanziari presentano un'esposizione significativa al rischio di credito sovrano, in particolare il settore delle IFM, che detiene la quota maggiore di titoli pubblici. Per contro, nel mercato dell'area dell'euro per le quote di fondi di investimento spiccano gli investimenti effettuati dalle famiglie e dalle compagnie di assicurazione, nonché dai fondi pensione, nelle quote emesse da altre istituzioni finanziarie (cfr. figura 3, diagramma c). A loro volta, le altre istituzioni finanziarie tendono a investire massicciamente nelle azioni quotate emesse dalle imprese non finanziarie (cfr. figura 3, diagramma b). Tuttavia, accade anche che altre istituzioni finanziarie incanalino parte degli investimenti iniziali in quote di fondi di investimento effettuati da altri settori (ad esempio

Figura 3 Interconnessione dei settori dell'area dell'euro alla fine del secondo trimestre del 2014

(migliaia di miliardi di euro)



Fonti: BCE (SHS settore) ed elaborazioni della BCE.

Note: Ogni nodo rappresenta un settore dell'area dell'euro (SNF = società non finanziarie, IFM = istituzioni finanziarie monetarie, AIF = altre istituzioni finanziarie, CAFP = compagnie di assicurazione e fondi pensione e famiglie = famiglie e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie). Le frecce mostrano le disponibilità del settore corrispondente in titoli emessi da un altro settore dell'area dell'euro, il loro spessore è proporzionale al valore di tali disponibilità. La dimensione dei nodi è proporzionale alla somma di 1) il valore di mercato delle disponibilità del rispettivo settore in titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e 2) il valore dei titoli emessi dal rispettivo settore e detenuti dagli investitori dell'area dell'euro. Questa somma è riportata fra parentesi (migliaia di miliardi di euro).

le famiglie) verso titoli di debito delle amministrazioni pubbliche. La quota dei titoli del debito pubblico sul totale dei titoli detenuti da fondi di investimento si colloca infatti intorno al 47 per cento.

3.3 CASO DI STUDIO 3: DISPONIBILITÀ TRANSFRONTALIERE DEGLI INVESTITORI RESIDENTI E NON RESIDENTI

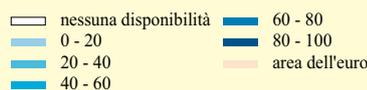
Oltre a informazioni dettagliate sulle disponibilità interne all'area dell'euro, i dati SHS contengono informazioni utili sulle disponibilità in titoli fra l'area dell'euro e il resto del mondo. Essi possono pertanto essere utilizzati per comprendere meglio il grado e la natura dell'integrazione finanziaria a livello mondiale¹⁰.

La figura 4 mostra la differenza fra i titoli dell'area dell'euro detenuti da investitori esterni all'area (cfr. figura 4, diagramma a) e quelli di emittenti esterni all'area detenuti dagli investitori dell'area (cfr. figura 4, diagramma b). Anzitutto, distinguendo da un lato i paesi indicati in bianco (nessuna disponibilità) e quelli con varie sfumature di blu (disponibilità positive), la figura mostra che gli investimenti verso l'area dell'euro sono un fenomeno globale, dal momento che quasi ogni paese del mondo detiene in varia misura titoli dell'area dell'euro (cfr. figura 4, diagramma a). Lo stesso non si può dire per gli investimenti dell'area dell'euro in titoli emessi dal resto del mondo (cfr. figura 4, diagramma b). In particolare, alcuni paesi africani non ricevono investimenti sotto forma di acquisto di titoli da parte dell'area dell'euro.

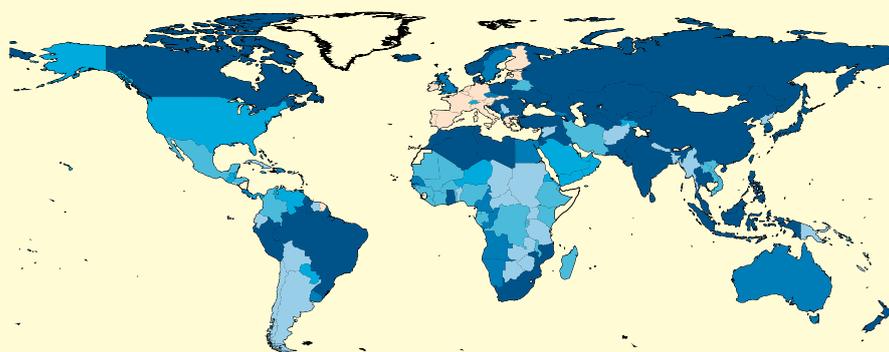
10) L'impiego dei dati SHS per l'elaborazione di indicatori dell'integrazione finanziaria è illustrato anche da Fache Rousová, L. e Rodríguez Caloca, A., "The use of Securities Holdings Statistics (SHS) for designing new euro area financial integration indicators", *Irving Fisher Committee on Central-Bank Statistics: Proceedings of the Seventh IFC Conference*, Basilea, settembre 2014.

Figura 4 Quota dei titoli di debito sulle disponibilità totali di titoli in ciascun paese/regione alla fine del secondo trimestre del 2014

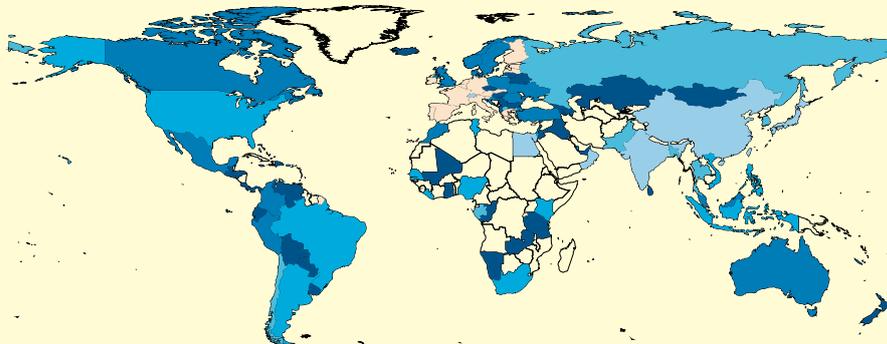
(valori percentuali)



a) disponibilità in titoli dell'area dell'euro degli investitori non residenti nell'area



b) disponibilità in titoli non dell'area dell'euro degli investitori residenti nell'area



Fonti: BCE (SHS settore) ed elaborazioni della BCE.

Note: Per ragioni di confidenzialità, i dati di alcuni paesi non sono riportati (paesi selezionati con disponibilità inferiori a 1 miliardo di euro o paesi con un'estensione geografica assai ridotta) e alcuni paesi sono stati aggregati in regioni. Nel diagramma a) le sei regioni aggregate comprendono i paesi seguenti: 1) Cina, Macau e Giappone; 2) Albania, Croazia e Macedonia; 3) Turkmenistan, Kazakhstan e Uzbekistan; 4) Arabia Saudita, Oman, Qatar, Emirati Arabi Uniti e Yemen; 5) Libia, Tunisia e Algeria; 6) Angola, Namibia e Congo. Nel diagramma b), l'unica regione aggregata è formata da Costa Rica, Ecuador, Panama e Venezuela.

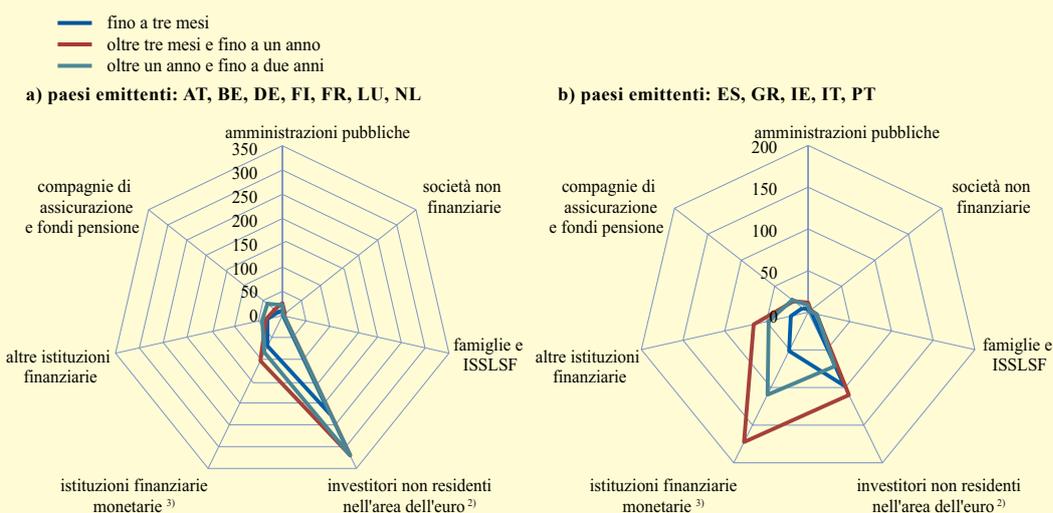
In aggiunta, la figura evidenzia che i residenti in gran parte dei paesi esterni all'area dell'euro, specie in Asia, effettuano investimenti molto maggiori in titoli di debito dell'area dell'euro che non in azioni dell'area (la sfumatura di blu riflette il rapporto fra titoli di debito e investimenti totali: quanto più scuro il colore, tanto maggiori gli investimenti in titoli di debito rispetto a quelli in azioni). Questo profilo non si riscontra per gli investimenti all'estero dei residenti nell'area dell'euro, che presentano un rapporto molto più bilanciato fra titoli di debito e investimenti totali.

3.4 CASO DI STUDIO 4: DISPONIBILITÀ IN TITOLI DI DEBITO EMESSI DALLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE DELL'AREA DELL'EURO

La granularità dei dati SHS è potenzialmente utile per analizzare i dati sulle disponibilità relative a determinate categorie di titoli, ad esempio quelli emessi da un settore

Figura 5 Preferenze dei settori investitori riguardo alle disponibilità in titoli pubblici dell'area dell'euro con scadenza a due anni, in base alla vita residua

(disponibilità in miliardi di euro, valore di mercato alla fine del secondo trimestre del 2014)



Fonte: elaborazioni della BCE.

1) ISSLSF sta per istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

2) Le disponibilità degli investitori non residenti nell'area dell'euro sono calcolati come residuo (differenza fra l'importo in essere e le disponibilità dei settori dell'area dell'euro).

3) Il settore IFM comprende le società di raccolta di depositi e i fondi monetari ed esclude le banche centrali.

specifico. In particolare, il monitoraggio delle disponibilità in titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro serve a vari scopi, ad esempio l'analisi della stabilità finanziaria e la valutazione dell'accesso ai mercati da parte degli emittenti sovrani.

La figura 5 mostra il diverso profilo degli investitori in titoli pubblici con scadenza a due anni emessi da due gruppi di paesi dell'area dell'euro: 1) quelli che durante la crisi del debito sovrano dell'area non sono stati soggetti a tensioni di mercato e 2) quelli che al contrario sono stati soggetti a tensioni o hanno addirittura perso accesso al mercato. La quota delle disponibilità degli investitori non residenti nell'area è significativamente maggiore nel caso dei titoli emessi dal primo gruppo di paesi, mentre il secondo gruppo di paesi fa maggiore affidamento sui fondi ottenuti dal settore delle IFM dell'area dell'euro. Ciò risulta particolarmente evidente nel caso dei titoli di debito con scadenza oltre i tre mesi.

I dati SHS settore indicano inoltre che una quota sproporzionatamente elevata di titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dei paesi che sono stati soggetti a tensioni è detenuta dal settore delle IFM nazionali.¹¹⁾ Ad esempio, nel caso dei titoli pubblici con scadenza a due anni, il settore delle IFM nazionali detiene circa il 48 per cento dell'ammontare totale in essere, rispetto a circa il 34 per cento dell'altro gruppo di paesi. Ciò evidenzia il forte grado di interdipendenza fra questi soggetti sovrani e i rispettivi settori bancari nazionali.

11) Cfr. Fache Rousová, L. e Rodríguez Caloca, A., op. cit.

3.5 CASO DI STUDIO 5: L'EFFETTO DELLE VARIAZIONI DEI TASSI DI INTERESSE SUL VALORE DI MERCATO DELLE DISPONIBILITÀ IN TITOLI PUBBLICI

Questo caso di studio intende calcolare l'effetto (contabile) delle variazioni dei tassi di interesse sul valore di mercato del portafoglio di disponibilità effettive in obbligazioni.

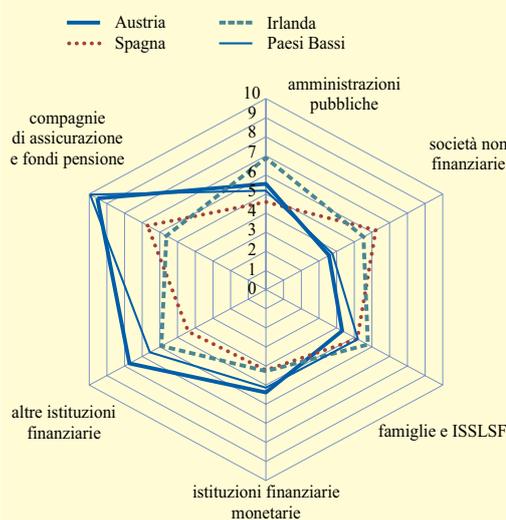
La quantificazione di questo effetto è importante sia dal punto di vista della politica monetaria, in particolare come elemento del canale di bilancio del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (cfr. ad esempio Bernanke e Gertler, 1995, e Constâncio, 2014)¹²⁾, e dal punto di vista della stabilità finanziaria, per misurare la vulnerabilità al rischio di tasso di interesse del valore di mercato delle disponibilità in titoli.

Per calcolare questo effetto è necessario disporre di informazioni sulla duration modificata di ciascun titolo.¹³⁾ Poiché tali informazioni non sono direttamente disponibili nei dati SHS, devono essere ricavate da altre fonti, come il database iBoxx. In seguito esse sono messe in relazione alle disponibilità SHS utilizzando i codici ISIN come identificativi. Considerata la scarsità dei dati sulla duration modificata, questo caso di studio si focalizza su un portafoglio di titoli del debito pubblico emessi da determinati paesi dell'area dell'euro (Spagna, Irlanda, Austria e Paesi Bassi) e detenuti dai settori dell'area dell'euro.

I calcoli indicano che, per le disponibilità degli investitori finanziari dell'area dell'euro, la duration modificata ponderata dei titoli emessi da Spagna e Irlanda (entrambi colpiti dalla crisi del debito sovrano) è inferiore a quella dei titoli emessi da Austria e Paesi Bassi. Più precisamente, i risultati presentati nella figura 6 significano che, a seguito di un calo di 1 punto percentuale (100 punti base) del tasso di interesse di riferimento¹⁴⁾, il valore di mercato delle disponibilità in titoli di Stato irlandesi detenute dalle altre istituzioni finanziarie dell'area dell'euro aumenterebbe di circa il 6 per cento. L'aumento corrispondente del valore di mercato delle disponibilità in titoli del debito pubblico austriaci sarebbe leggermente più elevato, pari all'8 per cento circa.

Figura 6 Variazione percentuale nel valore di mercato di determinati titoli pubblici dell'area dell'euro a seguito di un calo di 100 punti base nel tasso di interesse di riferimento, in base al settore detentore dell'area dell'euro

(valori percentuali, secondo trimestre del 2014)



Fonti: iBoxx ed elaborazioni della BCE.

Note: ISSLSF sta per istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. La figura riflette la duration modificata ponderata del portafoglio di specifici titoli del debito pubblico detenuti dai diversi settori istituzionali dell'area dell'euro.

12) Cfr. per esempio Bernanke, B. e Gertler, M., "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, vol. 9(4), pagg. 27-48, autunno, 1995 e Constâncio, V., "A new phase of the ECB's monetary policy", *ECB workshop on non-standard monetary policy measures*, Francoforte sul Meno, ottobre 2014.

13) La duration modificata misura la variazione percentuale del prezzo dell'obbligazione in risposta a una variazione di 100 punti base nel tasso di interesse di riferimento (ossia la semielasticità del prezzo di un'obbligazione al tasso di interesse). In particolare, consente di confrontare le proprietà di obbligazioni aventi diverse scadenze, munite o prive di cedola.

14) Più precisamente, considerato che le disponibilità coprono titoli con diversa scadenza, lo scenario considerato è uno spostamento parallelo della curva dei rendimenti.

RIQUADRO 2
L'USO DELLE STATISTICHE SHS PER IL MIGLIORAMENTO DEI CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI INTEGRATI DELL'AREA DELL'EURO IN BASE AL SETTORE ISTITUZIONALE

I conti finanziari e non finanziari integrati dell'area dell'euro, pubblicati trimestralmente dalla BCE da giugno 2007¹⁾, forniscono una panoramica esauriente delle transazioni economiche e finanziarie di tutti i settori istituzionali nell'area dell'euro. I bilanci settoriali, comprese le informazioni aggregate sulle disponibilità in titoli e gli importi totali dei titoli emessi in essere, sono ricavabili anche da tali conti. Ove disponibili con un sufficiente grado di dettaglio relativamente alle controparti, i conti finanziari forniscono i collegamenti fra i detentori di attività finanziarie e gli emittenti di tali attività. Pertanto, i nuovi dati statistici sulle disponibilità in titoli sono una preziosa fonte di informazioni che verrà utilizzata per migliorare i conti dell'area dell'euro.

Nei conti finanziari i dati cosiddetti "who-to-whom" (da chi a chi) si riferiscono alle transazioni e/o posizioni finanziarie per le quali possono essere simultaneamente individuati e presentati in modo pienamente coerente - ossia senza doppio computo o lacune - sia il settore creditore sia il settore debitore. Una riproduzione schematica della presentazione who-to-whom è fornita nella tavola seguente. La tavola mostra le attività finanziarie che i settori elencati in riga presentano nei confronti dei settori in colonna. Pertanto, per i prestiti, la cella corrispondente alla terza riga e alla seconda colonna (indicata con una "X") mostrerebbe il credito sotto forma di prestiti dal settore finanziario al settore delle società non finanziarie. I dati who-to-whom servono a molteplici scopi, come l'analisi dei rischi in una prospettiva macroprudenziale, un esame più accurato del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (ad esempio esaminando le fonti di finanziamento di un settore specifico) e la stima dei flussi di interessi fra settori.

Presentazione who-to-whom dei conti finanziari per uno strumento finanziario

		Settore debitore				
		Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Settore creditore	Famiglie					
	Società non finanziarie					
	Società finanziarie		X			
	Amministrazioni pubbliche					
	Resto del mondo					

La compilazione dei conti finanziari su base who-to-whom presuppone l'accesso a fonti primarie che forniscano informazioni sul settore istituzionale della controparte, informazioni spesso difficili da ottenere per tutti i settori dell'economia. Una presentazione completa who-to-whom dei conti dell'area dell'euro è compilata e pubblicata da ottobre 2010 per i prestiti e i depositi, poiché la negoziabilità limitata di questi strumenti rende più facile ottenere informazioni sulle controparti da fonti primarie.

1) Per la pubblicazione dei conti dell'area dell'euro, cfr. ad esempio la sezione Reports dello Statistical Data Warehouse della BCE, comprendente anche tavole who-to-whom per i depositi e i prestiti (<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000002340>).

D'ora in poi sarà possibile estendere la copertura who-to-whom a tutti gli strumenti negoziabili, segnatamente i titoli di debito, le azioni quotate e le quote dei fondi di investimento, grazie alle informazioni dettagliate contenute nelle statistiche SHS ²⁾. Di conseguenza, sarà disponibile su base who-to-whom una quota molto maggiore di tutte le attività e passività dei principali settori nei conti dell'area dell'euro. A sua volta, la maggiore copertura dei conti dell'area dell'euro sarà utile anche per i fruitori dei dati SHS che desiderano interpretare i dati aggregati nell'ambito di una cornice esauriente, comprendente tutte le forme di indebitamento nonché i sottostanti flussi finanziari e non finanziari. Questi miglioramenti rappresentano un progresso significativo per quanto riguarda la disponibilità di statistiche ai fini della politica monetaria. Si prevede che **i conti dell'area dell'euro con copertura who-to-whom estesa saranno pubblicati per la prima volta agli inizi del 2016.**

2) Cfr. anche Lavrador, I., Peronaci, R. e Silva, N., "Security-by-security data on holdings of securities: the importance for national and euro area accounts", Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, *IFC Bulletin*, n. 36: Atti della sesta Conferenza dell'IFC dal titolo "Statistical issues and activities in a changing environment", Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, agosto 2012.

4 CONCLUSIONI

L'articolo ha fornito una panoramica dei nuovi dati trimestrali, titolo per titolo, sulle disponibilità in titoli. Questa nuova serie di dati contribuisce significativamente a colmare le precedenti lacune statistiche sulle disponibilità in titoli e quindi migliora considerevolmente le informazioni di riferimento per le decisioni di policy nell'area dell'euro.

La granularità e la completezza di questi dati li rendono adatti a essere utilizzati per un'ampia gamma di scopi, compreso nell'ambito della politica monetaria e della stabilità finanziaria, nonché nell'analisi dei mercati e dell'integrazione finanziaria. Sia il monitoraggio periodico delle condizioni di mercato sia studi ad hoc su vari argomenti dovrebbero beneficiare d'ora in avanti della disponibilità di questi dati.

Alcuni aggregati specifici ricavati dai dati SHS verranno inoltre resi pubblici all'interno della Statistical Data Warehouse della BCE ¹⁵⁾. Fra questi, le disponibilità degli investitori dell'area dell'euro in titoli emessi da paesi dell'UE e da altri importanti paesi emittenti.

Sebbene i nuovi dati SHS rappresentino già un progresso significativo per quanto riguarda le informazioni esistenti sulle disponibilità in titoli, sono attualmente al vaglio ulteriori miglioramenti. Ad esempio, l'attuazione del recente regolamento della BCE sugli obblighi di segnalazione statistica delle imprese di assicurazione (BCE/2014/50) produrrà miglioramenti nella qualità delle statistiche SHS relative alle disponibilità del settore delle compagnie di assicurazione, poiché aumenteranno i dati segnalati direttamente da tali compagnie rispetto a quelli raccolti tramite i depositari. In aggiunta, alla luce della nuova funzione di vigilanza assunta dalla BCE, si stanno considerando ulteriori ampliamenti delle statistiche SHS.

15) Lo Statistical Data Warehouse può essere consultato all'indirizzo <http://sdw.ecb.europa.eu>



INDICE

1	Contesto esterno	S2
2	Andamenti finanziari	S3
3	Attività economica	S7
4	Prezzi e costi	S11
5	Moneta e credito	S14
6	Andamenti della finanza pubblica	S19

ULTERIORI INFORMAZIONI

È possibile consultare e scaricare le statistiche della BCE dallo Statistical Data Warehouse (SDW) :

I dati contenuti nella sezione statistica del Bollettino economico sono disponibili nell'SDW:

Un Bollettino statistico completo può essere consultato nell'SDW:

Le definizioni metodologiche sono consultabili nelle Note generali del Bollettino statistico:

Informazioni di dettaglio sui calcoli si trovano nelle Note tecniche del Bollettino statistico:

<http://sdw.ecb.europa.eu/>

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

SEGNI CONVENZIONALI NELLE TAVOLE

-	dati inesistenti / non applicabili
.	dati non ancora disponibili
...	zero o valore trascurabile
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati
non dest.	dati non destagionalizzati

I. CONTESTO ESTERNO

1.1 Principali partner commerciali, PIL e CPI

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Memo item: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Memo item: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	3,0	2,3	0,7	1,7	7,8	-0,7	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,7	2,5
2013	3,2	2,2	1,7	1,6	7,7	-0,5	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	.	2,4	2,6	0,0	7,4	.	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 1° trim.	0,7	-0,5	0,6	1,3	1,5	0,3	1,6	1,6	1,4	1,8	1,5	2,3	0,7
2° trim.	0,8	1,1	0,8	-1,7	2,0	0,1	2,1	1,9	2,1	1,7	3,6	2,2	0,6
3° trim.	0,9	1,2	0,7	-0,6	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,3	2,0	0,4
4° trim.	.	0,5	0,5	0,6	1,5	0,3	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2014 set.	-	-	-	-	-	-	1,7	1,8	1,7	1,3	3,2	1,6	0,3
ott.	-	-	-	-	-	-	1,7	1,8	1,7	1,3	2,9	1,6	0,4
nov.	-	-	-	-	-	-	1,5	1,8	1,3	0,9	2,4	1,4	0,3
dic.	-	-	-	-	-	-	1,1	1,8	0,8	0,5	2,4	1,5	-0,2
2015 gen.	-	-	-	-	-	-	0,5	1,7	-0,1	0,3	2,4	0,8	-0,6
feb. ³⁾	-	-	-	-	-	-	-0,3

1.2 Principali partner commerciali, Purchasing Managers' Index e commercio mondiale

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)						Importazioni di beni ⁴⁾					
	Purchasing Managers' Index composito					Memo item: area dell'euro	Purchasing Managers' Index mondiale ⁵⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ⁵⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina		Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	52,6	54,4	52,0	49,9	50,9	47,2	50,2	51,9	48,5	3,9	2,4	4,8
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,6	-0,1	5,7
2014	54,3	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	.	.	.
2014 1° trim.	53,7	55,3	58,1	53,0	49,9	53,1	53,8	53,7	51,0	0,0	0,3	-0,2
2° trim.	54,3	58,3	58,6	48,5	50,7	53,4	53,2	54,7	51,1	-0,3	0,9	-0,9
3° trim.	55,7	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	54,1	56,2	52,0	2,5	0,8	3,4
4° trim.	53,4	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,8	53,6	50,8	.	.	.
2014 set.	55,5	59,0	57,4	52,8	52,3	52,0	53,8	56,0	52,3	2,5	0,8	3,4
ott.	53,8	57,2	55,8	49,5	51,7	52,1	53,4	54,0	51,0	3,3	1,1	4,5
nov.	53,7	56,1	57,6	51,2	51,1	51,1	52,6	54,0	50,2	2,5	1,5	3,1
dic.	52,6	53,5	55,3	51,9	51,4	51,4	52,3	52,7	51,2	.	.	.
2015 gen.	53,1	54,4	56,7	51,7	51,0	52,6	53,1	53,1	51,0	.	.	.
feb.	54,0	56,8	56,7	50,0	51,8	53,3	53,6	54,1	50,7	.	.	.

Fonti: Eurostat (Tavola 1.1, col. 3,6,10,13); BRI (Tavola 1.1, col. 2,4,9,11,12); OCSE (Tavola 1.1, col. 1,5,7,8); Markit (Tavola 1.2, col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE (Tavola 1.2, col. 10-12).

- 1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati. L'area dell'euro si riferisce agli Euro 19.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
- 3) Stima basata su dati nazionali provvisori (che copre circa il 15 per cento dell'area dell'euro) e su informazioni preliminari sui prezzi energetici.
- 4) Le economie mondiali e avanzate escludono l'area dell'euro. I dati annuali e trimestrali sono percentuali sul periodo corrispondente; i dati mensili variazioni sui tre mesi precedenti. Tutti i dati sono destagionalizzati.
- 5) Esclusa l'area dell'euro.

2. ANDAMENTI FINANZIARI

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2014 1° trim.	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
2° trim.	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
3° trim.	0,02	0,07	0,16	0,27	0,44	0,23	0,13
4° trim.	-0,02	0,01	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2014 set.	0,01	0,02	0,10	0,20	0,36	0,23	0,12
ott.	0,00	0,01	0,08	0,18	0,34	0,23	0,11
nov.	-0,01	0,01	0,08	0,18	0,33	0,23	0,11
dic.	-0,03	0,02	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2015 gen.	-0,05	0,01	0,06	0,15	0,30	0,25	0,10
feb.	-0,04	0,00	0,05	0,13	0,26	0,26	0,10

2.2 Curve dei rendimenti

(fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1),2)}					Area dell'euro ^{1),2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1),2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 1° trim.	0,16	0,11	0,17	0,76	1,82	1,71	2,60	2,29	0,11	0,40	1,94	3,50
2° trim.	0,05	-0,01	0,02	0,47	1,44	1,45	2,43	2,16	-0,04	0,16	1,46	3,09
3° trim.	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
4° trim.	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 set.	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
ott.	-0,02	-0,08	-0,08	0,22	0,96	1,05	2,24	1,82	-0,12	-0,01	0,93	2,33
nov.	-0,02	-0,06	-0,07	0,17	0,80	0,86	2,06	1,54	-0,10	-0,02	0,74	2,01
dic.	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 gen.	-0,15	-0,18	-0,14	-0,02	0,39	0,58	1,50	1,04	-0,13	-0,10	0,34	1,15
feb.	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	-0,16	-0,17	0,31	1,19

2.3 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice in punti percentuali; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	239,7	2.411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1.379,4	9.102,6
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2014 1° trim.	315,9	3.090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1.834,9	14.958,9
2° trim.	326,5	3.214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1.900,4	14.655,0
3° trim.	319,4	3.173,1	645,9	213,8	509,8	351,1	178,9	446,0	315,3	288,7	304,0	686,1	1.975,9	15.553,1
4° trim.	313,0	3.102,5	634,9	214,7	508,5	307,0	174,5	433,4	316,0	280,4	316,7	688,0	2.009,3	16.660,1
2014 set.	324,0	3.233,4	650,4	215,3	508,7	350,0	184,5	447,9	324,5	292,6	306,1	725,0	1.993,2	15.948,5
ott.	304,2	3.029,6	612,5	202,4	481,0	315,8	173,4	416,4	301,8	276,6	294,6	695,0	1.937,3	15.394,1
nov.	315,7	3.126,1	643,8	217,8	514,8	316,4	174,3	439,7	317,6	280,2	322,7	680,4	2.044,6	17.179,0
dic.	320,1	3.159,8	651,0	225,2	532,6	288,5	176,0	446,1	330,1	284,7	335,3	687,6	2.054,3	17.541,7
2015 gen.	327,4	3.207,3	671,1	237,8	564,9	285,0	173,3	464,2	339,0	278,3	343,8	724,2	2.028,2	17.274,4
feb.	353,2	3.453,8	731,3	254,2	624,8	314,0	185,5	498,7	361,1	286,9	376,8	768,6	2.082,2	18.053,2

Fonte: BCE

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Elaborazioni della BCE basate su dati forniti da Euro MTS e i rating da Fitch Ratings.

2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) ^{1), 2)}

(valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Credito da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TVPA ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
			fino a 1 anno	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni		oltre 10 anni
	1	2	3	4			5	6	7		8	9	10	11		12	13	14	15	16
2014 feb.	0,28	1,10	1,61	1,93	7,66	17,04	5,85	6,78	7,21	3,30	2,79	2,95	3,09	3,27	3,29	3,05
mar.	0,28	1,07	1,56	1,86	7,66	17,05	5,81	6,67	7,08	3,32	2,78	2,90	3,03	3,23	3,23	3,01
apr.	0,27	1,06	1,54	1,83	7,61	17,22	5,58	6,60	6,98	3,21	2,72	2,91	3,00	3,24	3,22	2,99
mag.	0,27	1,05	1,40	1,72	7,55	17,23	5,62	6,73	7,09	3,33	2,71	2,87	2,96	3,14	3,16	2,93
giu.	0,27	1,04	1,32	1,74	7,58	17,19	5,45	6,61	6,94	3,20	2,66	2,85	2,89	3,09	3,13	2,87
lug.	0,24	1,01	1,30	1,75	7,43	17,04	5,55	6,54	6,91	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,05	2,79
ago.	0,24	0,93	1,21	1,66	7,43	17,00	5,55	6,52	6,87	3,09	2,56	2,74	2,73	2,87	2,98	2,75
set.	0,23	0,92	1,19	1,70	7,32	17,05	5,37	6,49	6,84	2,92	2,50	2,69	2,63	2,83	2,89	2,68
ott.	0,22	0,91	1,10	1,65	7,15	16,94	5,42	6,43	6,84	2,92	2,43	2,63	2,56	2,79	2,82	2,61
nov.	0,21	0,89	1,02	1,66	7,12	17,10	5,59	6,48	6,83	2,96	2,43	2,53	2,52	2,73	2,79	2,55
dic.	0,22	0,86	0,96	1,59	7,06	17,00	5,07	6,14	6,45	2,73	2,43	2,52	2,53	2,69	2,77	2,50
2015 gen. ⁴⁾	0,21	0,84	1,01	1,95	7,12	17,03	5,26	6,30	6,63	2,77	2,30	2,53	2,43	2,42	2,70	2,39

2.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) ^{1), 4)}

(valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
	1	2	3		4	5	6	7	8	9	10	11	12		13	14
2014 feb.	0,33	0,66	1,75	3,99	4,52	4,59	3,89	2,82	3,59	3,23	2,08	2,78	2,94	2,96
mar.	0,35	0,68	1,58	3,95	4,58	4,49	3,90	2,78	3,44	3,17	2,17	2,74	2,96	2,99
apr.	0,34	0,72	1,60	3,99	4,57	4,48	3,80	2,81	3,52	3,15	2,20	2,55	2,88	2,98
mag.	0,34	0,64	1,38	3,92	4,50	4,51	3,86	2,81	3,45	3,09	2,06	2,40	2,80	2,91
giu.	0,31	0,59	1,52	3,88	4,29	4,37	3,78	2,68	3,26	3,05	1,94	2,74	2,68	2,79
lug.	0,28	0,59	1,49	3,76	4,32	4,31	3,63	2,65	3,29	2,93	1,90	2,42	2,69	2,76
ago.	0,28	0,49	1,63	3,71	4,18	4,28	3,55	2,56	3,20	2,83	1,74	2,43	2,56	2,68
set.	0,26	0,51	1,53	3,69	3,98	4,04	3,53	2,46	3,02	2,75	1,80	2,38	2,41	2,65
ott.	0,25	0,50	1,43	3,61	3,98	3,94	3,54	2,44	2,92	2,69	1,74	2,26	2,49	2,58
nov.	0,25	0,44	1,20	3,54	3,76	3,87	3,42	2,38	2,84	2,61	1,73	2,18	2,25	2,49
dic.	0,24	0,43	1,28	3,44	3,67	3,74	3,27	2,35	2,78	2,46	1,74	2,18	2,09	2,43
2015 gen. ⁴⁾	0,23	0,44	1,28	3,40	3,72	3,79	2,95	2,31	2,81	2,04	1,65	2,03	2,13	2,41

2.6 Titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro, per settore dell'emittente e scadenza all'emissione

(miliardi di euro; transazioni durante il mese e consistenze a fine periodo; valori nominali)

	Consistenze							Emissioni lorde ⁵⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie		Società non finanziarie	Amministrazione centrale			Altre amministrazioni pubbliche	Società finanziarie		Società non finanziarie	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche
			diverse dalle IFM	SVF ⁶⁾						diverse dalle IFM	SVF ⁶⁾			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
a breve termine														
2012	1.412	573	142	.	75	558	65	702	490	37	.	52	103	21
2013	1.233	468	117	.	67	528	53	507	314	30	.	44	99	21
2014	1.244	475	123	.	58	537	50	401	211	33	.	39	93	25
2014 lug.	1.365	511	157	.	75	578	44	402	181	55	.	40	105	21
ago.	1.361	522	144	.	74	574	46	325	161	31	.	27	91	16
set.	1.336	504	136	.	70	577	49	331	153	27	.	31	95	25
ott.	1.306	496	133	.	73	563	41	330	139	28	.	37	102	25
nov.	1.290	490	129	.	69	557	45	292	127	30	.	28	87	20
dic.	1.244	475	123	.	58	537	50	320	168	24	.	28	66	34
a lungo termine														
2012	15.178	4.824	3.140	.	841	5.747	626	256	99	45	.	16	84	12
2013	15.115	4.416	3.093	.	920	6.059	627	223	71	39	.	16	89	9
2014	15.149	4.034	3.202	.	996	6.274	643	218	65	43	.	16	85	10
2014 lug.	15.161	4.186	3.127	.	966	6.241	641	207	52	37	.	19	86	13
ago.	15.110	4.157	3.109	.	969	6.229	644	76	30	11	.	3	28	5
set.	15.157	4.164	3.126	.	980	6.235	652	218	59	43	.	13	90	13
ott.	15.124	4.077	3.162	.	980	6.255	650	209	45	40	.	15	101	8
nov.	15.157	4.059	3.163	.	985	6.302	649	197	59	44	.	14	73	6
dic.	15.149	4.034	3.202	.	996	6.274	643	129	41	37	.	11	29	10

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
- 2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.
- 3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).
- 4) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie.
- 5) A fini comparativi, i dati annuali si riferiscono alle cifre medie mensili nell'anno.
- 6) Società veicolo finanziarie (SVF).

2.7 Tassi di crescita e consistenze di titoli di debito e azioni quotate

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazione centrale		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale					Altre ammini- strazioni pubbliche
			IFM	SVF ¹⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2012	16.590,3	5.397,4	3.281,7	.	915,5	6.305,1	690,5	4.593,9	404,6	617,9	3.571,5
2013	16.347,4	4.883,3	3.210,5	.	986,7	6.587,1	679,8	5.634,8	569,0	751,0	4.314,8
2014	16.393,7	4.509,5	3.324,9	.	1.054,6	6.811,5	693,2	5.945,1	590,9	787,6	4.566,6
2014 lug.	16.525,7	4.696,9	3.283,6	.	1.041,3	6.818,6	685,3	5.864,6	626,8	775,7	4.462,1
ago.	16.470,6	4.679,3	3.253,2	.	1.043,9	6.803,3	691,0	5.914,5	637,3	788,9	4.488,3
set.	16.492,2	4.667,4	3.262,7	.	1.050,1	6.811,6	700,4	5.928,8	650,7	788,4	4.489,7
ott.	16.429,9	4.572,3	3.295,9	.	1.052,6	6.818,5	690,7	5.761,0	611,5	763,1	4.386,4
nov.	16.447,3	4.548,4	3.292,4	.	1.054,0	6.858,5	693,9	6.038,0	628,3	796,6	4.613,1
dic.	16.393,7	4.509,5	3.324,9	.	1.054,6	6.811,5	693,2	5.945,1	590,9	787,6	4.566,6
Tasso di crescita											
2012	1,3	-1,8	-0,1	.	14,5	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,3	-8,9	-2,5	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014	-0,5	-8,6	2,2	.	5,5	3,1	1,2	1,6	7,6	1,6	0,8
2014 lug.	0,0	-7,1	0,5	.	7,9	3,9	1,5	1,4	6,9	2,1	0,5
ago.	-0,3	-7,1	-0,2	.	7,4	3,6	1,4	1,4	6,9	2,1	0,6
set.	-0,3	-6,9	-0,2	.	5,8	3,3	3,1	1,5	6,9	1,9	0,7
ott.	-0,6	-8,2	1,0	.	5,1	3,3	1,7	1,6	6,9	1,6	0,9
nov.	-0,9	-8,5	0,9	.	4,6	2,9	1,4	1,6	7,1	1,7	0,8
dic.	-0,5	-8,6	2,2	.	5,5	3,1	1,2	1,6	7,6	1,6	0,8

2.8 Tassi di cambio effettivi ²⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-38	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUMP reale ³⁾	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
2012	97,9	95,8	93,1	89,6	99,1	92,0	107,2	93,2
2013	101,7	99,2	96,6	92,6	102,5	94,6	112,2	96,5
2014	102,3	98,9	96,5	.	.	.	114,8	97,0
2014 1° trim.	103,9	101,0	98,0	95,1	103,5	97,8	116,7	99,3
2° trim.	103,9	100,5	98,0	94,7	102,9	97,8	116,2	98,2
3° trim.	101,7	98,2	95,9	92,2	100,2	95,4	113,8	96,0
4° trim.	99,6	96,1	94,1	.	.	.	112,6	94,4
2014 set.	100,5	97,0	94,8	-	-	-	112,5	94,8
ott.	99,6	96,1	94,1	-	-	-	112,0	94,2
nov.	99,6	96,1	94,2	-	-	-	112,3	94,3
dic.	99,7	96,0	94,2	-	-	-	113,4	94,9
2015 gen.	95,9	92,2	91,1	-	-	-	109,3	91,1
feb.	94,0	90,2	89,4	-	-	-	107,4	89,3
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2015 feb.	-2,0	-2,1	-1,8	-	-	-	-1,8	-2,0
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2015 feb.	-9,2	-10,4	-8,5	-	-	-	-7,8	-9,9

Fonte: BCE.

1) Società veicolo finanziarie (SVF).

2) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali al Bollettino statistico.

3) Le serie deflazionate sulla base del CLUMP sono disponibili solo per il gruppo di partner commerciali del TCE-19.

2.9 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona Ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 1° trim.	8,358	7,650	27,442	7,462	307,932	140,798	4,184	0,828	4,5023	8,857	1,224	1,370
2° trim.	8,544	7,599	27,446	7,463	305,914	140,001	4,167	0,815	4,4256	9,052	1,219	1,371
3° trim.	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
4° trim.	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2014 set.	7,921	7,624	27,599	7,445	313,197	138,390	4,190	0,791	4,4095	9,193	1,208	1,290
ott.	7,763	7,657	27,588	7,445	307,846	136,845	4,207	0,789	4,4153	9,180	1,208	1,267
nov.	7,641	7,670	27,667	7,442	306,888	145,029	4,212	0,791	4,4288	9,238	1,203	1,247
dic.	7,633	7,668	27,640	7,440	310,833	147,059	4,215	0,788	4,4583	9,404	1,203	1,233
2015 gen.	7,227	7,688	27,895	7,441	316,500	137,470	4,278	0,767	4,4874	9,417	1,094	1,162
feb.	7,096	7,711	27,608	7,450	306,884	134,686	4,176	0,741	4,4334	9,490	1,062	1,135
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2015 feb.	-1,8	0,3	-1,0	0,1	-3,0	-2,0	-2,4	-3,4	-1,2	0,8	-2,9	-2,3
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2015 feb.	-14,6	0,7	0,6	-0,2	-1,1	-3,3	0,0	-10,3	-1,3	7,0	-13,1	-16,9

2.10 Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro, conto finanziario

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Memo: Debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2013 4° trim.	17.765,8	19.107,1	-1.341,3	7.229,4	5.550,2	5.659,0	9.051,8	-64,8	4.400,0	4.503,5	542,1	11.313,1
2014 1° trim.	18.191,9	19.456,3	-1.264,4	7.344,9	5.502,6	5.747,5	9.304,4	-49,4	4.578,4	4.649,4	570,6	11.535,4
2° trim.	18.708,6	19.747,6	-1.039,0	7.465,3	5.522,1	6.037,4	9.609,6	-43,5	4.666,5	4.615,9	583,1	11.638,9
3° trim.	19.457,8	20.391,7	-933,9	7.643,0	5.603,7	6.407,6	9.967,0	-77,1	4.887,3	4.820,9	597,0	11.959,0
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2014 3° trim.	194,0	203,3	-9,3	76,2	55,9	63,9	99,4	-0,8	48,7	48,1	6,0	119,2
<i>Transazioni</i>												
2014 1° trim.	327,3	266,7	60,6	12,3	-8,7	72,7	125,3	5,5	234,2	150,1	2,5	-
2° trim.	212,5	132,8	79,7	-14,9	-13,8	157,1	200,2	16,1	53,7	-53,7	0,4	-
3° trim.	182,0	113,3	68,6	56,1	28,4	114,6	38,1	16,1	-3,5	46,8	-1,3	-
4° trim.	9,2	-129,7	138,9	-2,8	-23,8	96,9	-37,5	5,6	-93,4	-68,4	2,9	-
2014 lug.	89,0	70,5	18,5	16,7	7,3	20,4	6,2	3,2	49,3	57,0	-0,7	-
ago.	33,0	34,0	-0,9	11,3	13,8	27,4	24,4	3,5	-10,4	-4,2	1,2	-
set.	59,9	8,9	51,0	28,1	7,4	66,7	7,5	9,5	-42,4	-6,0	-1,9	-
ott.	-0,2	-36,3	36,0	10,0	9,1	16,3	-31,1	0,7	-28,2	-14,3	1,0	-
nov.	147,9	68,4	79,5	17,0	-11,5	45,9	34,5	3,4	80,8	45,4	0,8	-
dic.	-138,5	-161,8	23,3	-29,8	-21,4	34,7	-40,9	1,6	-146,0	-99,5	1,1	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2014 dic.	730,9	383,1	347,8	50,8	-17,8	441,3	326,2	43,4	190,9	74,8	4,5	-
<i>transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2014 dic.	7,3	3,8	3,5	0,5	-0,2	4,4	3,3	0,4	1,9	0,7	0,0	-

Fonte: BCE.

1) La posizione netta in strumenti finanziari derivati è inclusa nelle attività totali.

3. ATTIVITÀ ECONOMICA

3.1 Pil e componenti della domanda ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna							Saldo con l'estero			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Formazione lorda di capitale fisso			Variazione delle scorte	Totale	Esportazioni	Importazioni	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2011	9.799,5	9.661,0	5.512,0	2.052,0	2.029,8	1.066,0	604,5	350,1	67,1	138,5	4.098,1	3.959,6
2012	9.857,7	9.596,5	5.542,3	2.065,3	1.988,1	1.039,8	581,4	357,4	0,7	261,2	4.279,9	4.018,7
2013	9.939,4	9.598,5	5.566,7	2.096,0	1.948,6	1.009,2	569,3	359,7	-12,8	340,8	4.355,3	4.014,5
2013 4° trim.	2.502,8	2.411,3	1.398,3	525,7	492,9	254,5	145,6	90,4	-5,6	91,4	1.102,2	1.010,8
2014 1° trim.	2.518,1	2.424,4	1.403,1	529,2	494,9	255,8	144,5	91,2	-2,9	93,7	1.102,9	1.009,2
2° trim.	2.523,9	2.427,8	1.409,5	530,6	491,7	251,2	145,3	91,8	-4,1	96,1	1.116,3	1.020,2
3° trim.	2.530,8	2.433,3	1.417,0	535,4	491,8	251,0	145,3	92,2	-10,8	97,5	1.131,1	1.033,6
<i>in percentuale del PIL</i>												
2011	100,0	98,6	56,2	20,9	20,7	10,9	6,2	3,6	0,7	1,4	-	-
2012	100,0	97,4	56,2	21,0	20,2	10,6	5,9	3,6	0,0	2,7	-	-
2013	100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	10,2	5,7	3,6	-0,1	3,5	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2014 1° trim.	0,3	0,1	0,2	0,1	0,3	0,5	-0,2	0,6	-	-	0,4	0,0
2° trim.	0,1	0,0	0,3	0,3	-0,6	-1,7	0,6	0,2	-	-	1,4	1,3
3° trim.	0,2	0,2	0,5	0,3	-0,3	-0,6	-0,3	0,2	-	-	1,3	1,4
4° trim.	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente: punti percentuali</i>												
2014 1° trim.	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-	-
2° trim.	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	-	-
3° trim.	0,2	0,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
4° trim.	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica ²⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministr. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2011	8.809,7	147,8	1.719,5	486,7	1.672,6	407,8	435,3	1.009,4	919,9	1.699,2	311,4	989,8
2012	8.863,7	152,2	1.726,7	474,0	1.681,4	410,7	439,7	1.014,9	928,5	1.718,2	317,3	994,0
2013	8.930,7	155,7	1.736,3	465,0	1.689,0	401,9	439,1	1.032,1	941,8	1.748,5	321,3	1.008,6
2013 4° trim.	2.248,4	38,6	438,1	117,2	424,8	100,6	110,3	259,9	237,7	440,1	81,0	254,3
2014 1° trim.	2.262,5	38,5	438,2	118,3	427,0	100,6	113,0	262,0	238,9	444,3	81,4	255,8
2° trim.	2.264,7	37,9	439,7	116,3	427,6	100,3	114,1	263,3	240,0	444,0	81,4	259,1
3° trim.	2.271,7	36,7	440,2	116,1	430,0	100,0	113,8	264,0	241,9	446,8	82,2	258,8
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2011	100,0	1,7	19,5	5,5	19,0	4,6	4,9	11,5	10,4	19,3	3,5	-
2012	100,0	1,7	19,5	5,4	19,0	4,6	5,0	11,4	10,5	19,4	3,6	-
2013	100,0	1,7	19,5	5,2	18,9	4,5	4,9	11,5	10,5	19,6	3,6	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2013 4° trim.	0,3	1,6	0,5	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,3	-0,3	0,2
2014 1° trim.	0,4	2,0	-0,1	0,7	0,7	-0,8	0,8	0,2	0,5	0,4	0,4	0,0
2° trim.	0,0	-0,6	0,2	-1,7	0,1	-0,3	-0,7	0,2	0,2	0,1	-0,4	1,0
3° trim.	0,2	0,7	0,1	-0,6	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	0,1	0,5	-0,4
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente: punti percentuali</i>												
2013 4° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2014 1° trim.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
3° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 19 ad eccezione delle colonne da 6 a 8 della tavola 3.1 dove si riferiscono agli Euro 18.

3.3 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale ¹⁾						Produzione nel settore delle costruzioni ¹⁾	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali ¹⁾	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie						Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
	Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici								
in perc. del totale nel 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2012	-2,5	-2,7	-4,5	-1,1	-2,5	-0,4	-5,0	-3,8	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,0
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-0,8	-1,0	-0,6	-1,0	-4,4
2014	0,6	1,6	1,1	1,5	2,5	-5,4	2,2	3,2	1,3	0,3	2,4	0,3	3,7
2014 1° trim.	1,2	3,1	3,1	4,0	2,5	-9,3	6,7	4,3	0,9	-0,5	2,3	0,8	5,1
2° trim.	0,9	1,7	1,4	0,9	3,5	-5,2	3,8	3,9	1,4	1,1	2,0	-0,4	3,9
3° trim.	0,5	1,1	0,4	1,4	1,8	-3,5	-0,3	2,2	0,8	-0,3	2,0	-0,6	4,1
4° trim.	-0,1	0,5	-0,6	0,0	2,3	-3,1	-0,7	2,5	2,1	0,7	3,3	1,4	1,6
2014 ago.	-0,6	0,0	0,1	-2,2	2,4	-3,0	1,5	0,9	1,5	-0,5	3,6	-0,3	4,1
set.	0,1	0,7	-0,6	1,5	0,9	-3,2	-2,4	1,2	0,4	0,7	0,3	0,4	2,5
ott.	0,6	1,1	-0,7	1,4	3,1	-2,3	0,3	3,9	1,5	0,1	2,5	1,0	4,4
nov.	-0,8	0,1	-1,0	-1,2	3,0	-5,5	0,5	1,5	1,5	-0,3	3,2	0,2	0,4
dic.	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,6	-1,7	-3,5	2,3	3,1	2,0	3,9	2,8	0,0
2015 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,7	2,2	5,0	6,1	11,0
variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2014 ago.	-1,2	-1,4	-1,1	-3,3	0,2	1,1	0,6	-2,1	0,7	0,2	1,0	0,9	-0,1
set.	0,5	0,5	-0,3	2,2	-0,9	0,3	-1,3	1,3	-0,9	0,4	-1,7	-0,2	-1,3
ott.	0,3	0,5	0,2	0,0	1,5	-1,1	1,0	0,9	0,6	-0,2	0,9	0,5	3,0
nov.	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,7	-0,8	-0,5	-1,2	0,6	0,2	1,2	0,4	-2,5
dic.	0,0	0,0	1,1	0,2	-1,6	0,9	-0,8	2,5	0,4	0,2	0,2	1,9	5,4
2015 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,1	1,0	1,2	3,2	2,6

3.4 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Per status occupazionale			Per settore di attività									
	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amm. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale.	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
percentuale sul totale delle persone occupate													
2011	100,0	85,0	15,0	3,5	15,4	6,7	24,9	2,7	2,7	1,0	12,5	23,7	6,9
2012	100,0	85,0	15,0	3,4	15,4	6,4	24,9	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,9	2,7	2,7	1,0	12,8	24,0	7,0
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2011	0,1	0,2	-0,1	-2,2	0,0	-3,6	0,5	1,2	-0,7	0,6	2,5	0,0	0,0
2012	-0,5	-0,5	-0,3	-1,4	-0,7	-4,5	-0,5	0,8	-0,4	-0,1	0,5	-0,1	0,6
2013	-0,8	-0,7	-1,1	-1,4	-1,3	-4,4	-0,7	0,1	-1,1	-1,1	0,3	-0,2	-0,1
2013 4° trim.	-0,4	-0,3	-0,8	0,4	-1,0	-3,1	-0,2	-0,1	-0,9	-0,4	0,7	0,1	-1,1
2014 1° trim.	0,0	0,2	-0,6	0,8	-0,7	-2,6	0,2	0,3	-0,9	0,7	1,0	0,5	0,1
2° trim.	0,4	0,7	-1,1	-0,5	0,2	-2,3	0,8	0,6	-1,2	0,3	1,9	0,5	0,4
3° trim.	0,6	0,9	-1,0	-0,7	0,3	-1,7	1,2	1,1	-1,1	0,0	1,8	0,4	1,0
Ore lavorate													
percentuale sul totale delle ore lavorate													
2011	100,0	80,1	19,9	4,4	15,8	7,6	25,9	2,7	2,7	1,0	12,3	21,3	6,2
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,4	21,6	6,3
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,8	2,8	2,8	1,0	12,5	21,7	6,3
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2011	0,3	0,4	-0,3	-2,2	0,8	-3,6	0,4	1,3	-0,2	0,4	2,6	0,3	0,1
2012	-1,6	-1,6	-1,3	-2,5	-2,0	-6,4	-1,9	0,4	-0,8	-1,1	-0,3	-0,5	-0,3
2013	-1,2	-1,2	-1,2	-0,8	-1,3	-5,1	-1,2	0,1	-1,5	-2,2	-0,4	-0,5	-0,6
2013 4° trim.	-0,3	-0,3	-0,4	1,6	-0,2	-3,1	-0,4	0,7	-0,8	-1,7	0,3	-0,1	-1,1
2014 1° trim.	0,6	0,7	0,2	2,0	0,9	-1,3	0,6	0,6	-0,4	0,5	0,9	1,0	0,4
2° trim.	0,3	0,6	-1,3	0,0	0,2	-2,5	0,5	0,7	-1,6	-0,3	1,3	0,6	-0,2
3° trim.	0,5	0,9	-1,0	0,1	0,6	-2,1	1,1	1,1	-1,3	-0,7	1,4	0,3	0,4
Ore lavorate per persona occupata													
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2011	0,1	0,2	-0,3	-0,1	0,8	0,0	-0,1	0,1	0,5	-0,3	0,1	0,3	0,0
2012	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1	-1,3	-2,0	-1,4	-0,4	-0,5	-1,1	-0,8	-0,3	-0,9
2013	-0,4	-0,5	-0,1	0,7	0,1	-0,8	-0,6	0,0	-0,3	-1,1	-0,6	-0,3	-0,5
2013 4° trim.	0,1	0,0	0,4	1,3	0,8	0,0	-0,1	0,8	0,1	-1,4	-0,4	-0,2	0,0
2014 1° trim.	0,6	0,6	0,8	1,1	1,6	1,4	0,4	0,3	0,5	-0,3	-0,1	0,5	0,3
2° trim.	-0,2	-0,1	-0,2	0,5	0,1	-0,3	-0,2	0,1	-0,3	-0,6	-0,5	0,1	-0,6
3° trim.	-0,1	0,0	0,0	0,8	0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,7	-0,4	-0,1	-0,5

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE, statistiche sperimentali della BCE (Tavola 3.3, col. 8) e Associazione europea dei costruttori di automobili (Tavola 3.3, col. 13).

1) I dati si riferiscono agli Euro 19. I dati sull'occupazione si basano sul SEC 2010.

3.5 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forza lavoro, in milioni ¹⁾	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Disoccupazione											Tasso di posti vacanti ²⁾
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ¹⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
in perc. del totale nel 2013						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	in perc. del totale dei posti di lavoro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	159,689	3,9	18,177	11,4	5,3	14,617	10,1	3,560	23,6	9,752	11,2	8,425	11,5	1,6
2012	159,668	4,3	19,206	12,0	5,9	15,612	10,7	3,593	24,3	10,292	11,9	8,914	12,1	1,5
2013	.	.	18,572	11,6	.	15,157	10,4	3,415	23,7	9,871	11,4	8,701	11,8	.
2014 1°trim.	159,224	4,4	18,844	11,8	6,3	15,345	10,5	3,498	24,1	10,091	11,7	8,753	11,9	1,7
2°trim.	159,538	4,4	18,594	11,6	6,0	15,179	10,4	3,414	23,7	9,904	11,5	8,690	11,8	1,6
3°trim.	159,973	4,2	18,509	11,5	5,8	15,118	10,3	3,390	23,6	9,782	11,3	8,727	11,8	1,6
4°trim.	.	.	18,342	11,4	.	14,986	10,2	3,356	23,3	9,708	11,2	8,634	11,6	.
2014 giu.	-	-	18,468	11,5	-	15,082	10,3	3,385	23,6	9,741	11,3	8,727	11,8	-
set.	-	-	18,455	11,5	-	15,078	10,3	3,377	23,4	9,770	11,3	8,684	11,7	-
ott.	-	-	18,419	11,5	-	15,049	10,3	3,370	23,4	9,767	11,3	8,652	11,7	-
nov.	-	-	18,408	11,4	-	15,025	10,3	3,383	23,4	9,733	11,2	8,675	11,7	-
dic.	-	-	18,199	11,3	-	14,883	10,2	3,316	23,1	9,623	11,1	8,576	11,6	-
2015 gen.	-	-	18,059	11,2	-	14,778	10,1	3,281	22,9	9,567	11,1	8,492	11,4	-

3.6 Indagini qualitative

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,2	-6,1	80,7	-12,7	-13,9	-8,8	6,5	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,7	78,5	-22,1	-27,7	-15,1	-6,8	86,6	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,6	-9,3	78,3	-18,6	-29,4	-12,4	-6,1	86,9	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,3	-4,2	79,9	-10,0	-28,0	-3,9	3,8	87,4	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 1°trim.	101,5	-3,5	79,8	-11,2	-28,6	-3,0	3,4	87,2	53,4	55,9	52,1	53,1
2°trim.	102,2	-3,6	79,7	-7,7	-30,3	-2,2	3,9	87,3	52,4	54,5	53,1	53,4
3°trim.	100,8	-4,8	80,0	-9,9	-27,8	-4,6	3,3	87,6	50,9	51,6	53,2	52,8
4°trim.	100,7	-4,8	80,3	-11,2	-25,2	-5,8	4,8	87,7	50,4	51,2	51,7	51,5
2014 set.	99,9	-5,5	-	-11,4	-27,4	-7,2	3,2	-	50,3	51,0	52,4	52,0
ott.	100,7	-5,0	80,0	-11,1	-24,4	-6,3	4,4	87,8	50,6	51,5	52,3	52,1
nov.	100,7	-4,3	-	-11,6	-26,1	-5,9	4,4	-	50,1	51,2	51,1	51,1
dic.	100,6	-5,2	-	-10,9	-25,2	-5,2	5,6	-	50,6	50,9	51,6	51,4
2015 gen.	101,4	-4,8	80,7	-8,5	-26,5	-3,6	4,8	87,5	51,0	52,1	52,7	52,6
feb.	102,1	-4,7	-	-6,7	-26,5	-2,1	4,5	-	51,0	52,1	53,7	53,3

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE, Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea (tavola 3.6, col. 1-8), Markit (tavola 3.6, col. 9-12).

1) Non destagionalizzati. I dati si riferiscono agli Euro 19.

2) Il tasso di posti vacanti è pari al numero di posti vacanti diviso per la somma del numero di posti occupati e del numero dei posti vacanti, espresso in percentuale.

3.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

(prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) ¹⁾	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto)			Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				Percentuale del valore aggiunto netto		Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011	13,0	97,8	-0,1	1,9	1,7	1,8	1,1	33,4	3,5		3,2	9,9	2,0
2012	12,9	97,4	-1,6	1,8	-3,7	0,3	-2,2	31,2	1,5	133,5	1,0	-4,8	0,8
2013	13,1	96,1	-0,5	1,3	-3,9	0,0	-2,3	30,6	2,3	130,2	1,5	-3,1	0,7
2013 4° trim.	13,1	96,1	1,0	1,3	-4,4	0,4	-2,3	30,6	2,3	130,2	1,5	-0,1	0,7
2014 1° trim.	13,1	95,5	0,5	1,4	3,3	1,9	-1,0	31,0	2,4	129,4	1,7	2,1	0,8
2° trim.	13,0	95,5	0,4	1,5	0,0	2,9	-0,1	31,0	2,2	130,3	2,0	-0,5	1,0
3° trim.	13,1	94,9	1,6	1,5	0,3	2,7	0,3	31,3	2,3	129,6	1,7	-0,9	0,9

3.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati destagionalizzati salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente										Conto Capitale ⁵⁾		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Creediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014 1° trim.	817,6	758,6	59,0	476,7	424,1	168,9	144,3	150,4	132,3	21,6	57,9	9,3	3,4
2° trim.	829,0	771,1	57,8	484,8	426,7	170,7	150,9	152,1	132,6	21,4	61,0	7,5	3,4
3° trim.	829,0	762,9	66,1	488,5	424,0	170,7	154,0	147,3	132,3	22,5	52,6	6,5	2,4
4° trim.	828,2	771,0	57,3	494,2	427,5	176,2	158,5	134,8	125,0	23,1	60,0	11,4	4,9
2014 lug.	274,1	256,6	17,5	161,8	142,2	57,7	52,2	47,4	43,2	7,2	19,0	2,6	0,9
ago.	265,9	248,1	17,8	154,5	134,9	55,9	50,5	47,9	44,7	7,5	17,9	2,3	0,8
set.	289,1	258,3	30,8	172,2	146,9	57,1	51,3	52,0	44,4	7,8	15,6	1,7	0,8
ott.	277,7	258,1	19,6	164,0	145,7	58,7	52,8	47,2	41,9	7,8	17,7	2,8	1,1
nov.	272,8	253,0	19,9	161,0	140,8	59,3	51,4	44,7	39,7	7,8	21,1	3,4	1,2
dic.	277,7	259,9	17,8	169,2	141,0	58,2	54,3	42,9	43,3	7,5	21,2	5,2	2,6
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2014 dic.	3.303,8	3.063,6	240,2	1.944,1	1.702,3	686,4	607,8	584,7	522,1	88,6	231,5	34,7	14,1
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2014 dic.	32,9	30,5	2,4	19,4	17,0	6,8	6,1	5,8	5,2	0,9	2,3	0,3	0,1

3.9 Commercio di beni con l'estero dell'area dell'euro⁶⁾: in valore e in volume per categoria di prodotti⁷⁾

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2014 1° trim.	1,3	0,2	479,8	235,1	95,5	136,9	389,9	437,7	272,4	60,8	96,4	277,9	79,3
2° trim.	0,8	0,3	480,4	234,3	96,3	137,6	395,2	437,4	270,4	60,6	98,6	281,0	77,3
3° trim.	3,0	0,4	484,3	235,5	96,5	138,6	396,7	437,3	268,5	60,9	100,1	285,6	74,4
4° trim.	4,3	-0,5	494,8				406,0	429,8				287,6	
2014 lug.	2,9	1,0	160,7	78,2	32,1	46,5	131,4	147,6	91,3	20,5	33,4	96,3	25,6
ago.	-3,1	-4,3	158,4	77,6	30,6	44,9	129,6	142,8	87,4	19,5	33,0	91,8	24,4
set.	8,6	4,2	165,2	79,6	33,8	47,1	135,7	146,9	89,8	20,9	33,7	97,4	24,4
ott.	4,1	-0,2	165,0	79,4	33,7	47,7	134,5	144,9	87,8	20,6	33,8	96,3	23,9
nov.	0,9	-2,2	165,8	77,9	33,4	48,1	136,1	144,2	86,3	20,2	33,5	95,2	22,4
dic.	8,1	1,0	164,0				135,4	140,7				96,2	
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2014 1° trim.	1,6	2,6	114,8	113,3	114,6	117,0	114,2	100,7	101,1	98,1	99,6	101,8	94,7
2° trim.	0,8	2,4	114,8	113,2	114,3	117,5	115,6	101,7	101,8	98,4	102,4	103,5	93,2
3° trim.	1,2	2,0	114,4	112,6	114,1	116,2	114,5	101,2	101,1	98,7	101,9	103,6	91,1
4° trim.													
2014 lug.	1,2	2,3	114,3	112,5	114,3	117,3	114,2	102,9	102,6	103,3	102,5	106,2	91,2
ago.	-4,5	-2,7	112,4	111,2	108,5	113,6	112,3	99,3	99,1	94,1	100,6	99,8	90,1
set.	6,5	6,0	116,7	114,0	119,5	117,6	117,0	101,5	101,7	98,6	102,5	104,9	92,0
ott.	2,3	0,8	116,5	113,7	118,9	119,4	115,6	100,4	100,6	96,1	101,3	102,5	95,4
nov.	-0,6	-1,1	117,2	111,8	117,1	120,9	116,5	101,3	100,8	96,8	99,7	101,8	96,5
dic.													

Fonti: BCE ed Eurostat.

- Basato sulle somme cumulate di quattro trimestri del risparmio e del reddito disponibile lordo (corrette per la variazione della posizione netta delle famiglie in riserve di fondi pensione).
- Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni). Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.
- Ai fini del calcolo della quota di profitto viene utilizzato il reddito imprenditoriale netto, sostanzialmente equivalente agli utili di esercizio nella contabilità delle imprese.
- Basato sugli importi in essere relativi a prestiti, titoli di debito, debiti commerciali e passività dei fondi pensione.
- I dati relativi al conto capitale non sono destagionalizzati.
- Le differenze fra i dati della BCE relativi ai beni della b.d.p. (tavola 3.8) e i dati di Eurostat relativi al commercio in beni (tavola 3.9) sono essenzialmente riconducibili a differenze nelle definizioni utilizzate.
- Le categorie dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (Broad Economic Categories - BEC).

4. PREZZI E COSTI

4.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) ¹⁾

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati	
	Indice: 2005 = 100	Totale	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati	
													Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	69,7	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2014 1° trim.	117,2	0,7	0,8	0,3	1,2	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	2,0
2° trim.	118,2	0,6	0,8	0,0	1,3	0,0	0,1	-1,0	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2
3° trim.	117,7	0,4	0,8	-0,3	1,2	0,2	0,1	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,2	1,6
4° trim.	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,5	-0,1	-3,0	0,2	-0,1	1,7
2014 set.	118,1	0,3	0,8	-0,3	1,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	1,5
ott.	118,0	0,4	0,7	-0,2	1,2	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,9	0,0	0,2	1,7
nov.	117,8	0,3	0,7	-0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-1,4	0,1	0,1	1,7
dic.	117,7	-0,2	0,7	-1,2	1,2	-0,3	0,1	-0,4	0,0	-3,3	0,0	-0,4	1,6
2015 gen.	115,8	-0,6	0,6	-1,8	1,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	-3,2	-0,1	-0,9	1,2
feb. ²⁾	116,5	-0,3	0,6	-	1,1	-	-	-	-	1,6	-	-	-

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici						Di locazione
in perc. del totale nel 2014	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,7	6,4	7,3	3,1	14,8	7,5
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	25	26
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2014 1° trim.	1,4	1,8	0,7	-0,3	0,3	-1,9	1,8	1,4	1,6	-2,7	1,3	1,2
2° trim.	0,2	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,8	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3
3° trim.	0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3
4° trim.	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4
2014 set.	0,3	1,0	-0,9	-0,6	0,2	-2,3	1,6	1,4	1,5	-3,3	1,5	1,3
ott.	0,5	0,8	0,0	-0,6	-0,1	-2,0	1,6	1,4	1,5	-2,6	1,5	1,4
nov.	0,5	0,6	0,2	-0,8	-0,1	-2,6	1,6	1,4	1,4	-2,5	1,3	1,4
dic.	0,0	0,5	-1,0	-1,8	0,0	-6,3	1,5	1,4	1,9	-2,6	1,4	1,4
2015 gen.	0,1	0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-9,3	1,4	1,4	1,4	-2,1	1,2	1,0
feb. ²⁾	0,5	0,5	0,5	-	-0,2	-7,9	-	-	-	-	-	-

4.2 Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni									Prezzi delle costruzioni ³⁾	Prezzi degli immobili residenziali ^{3) 4)}	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ^{3) 4)}	
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici (non dest.)				
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,6	0,9	6,6	1,7	-1,7	0,4
2012	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,7	0,3	-1,6	0,6	-2,0	-1,3
2013	107,0	-1,4	-0,8	-0,2	-1,1	0,4	0,4	-0,8	0,4	-4,4	-	-	-
2014 1° trim.	107,7	-1,5	-1,0	-0,4	-1,8	0,3	0,9	-0,4	0,3	-4,1	0,2	-0,6	-
2° trim.	107,2	-1,0	-0,3	-0,1	-1,2	0,3	0,9	-0,3	0,5	-3,1	0,2	0,1	-
3° trim.	106,9	-1,4	-0,5	0,0	-0,6	0,5	0,2	-1,0	0,4	-4,5	0,4	0,5	-
4° trim.	106,1	-1,8	-1,5	-0,2	-0,7	0,6	-0,3	-1,6	0,4	-5,8	-	-	-
2014 ago.	106,7	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,4	0,3	-1,0	0,4	-5,0	-	-	-
set.	106,9	-1,4	-0,7	0,0	-0,5	0,6	-0,1	-1,4	0,3	-4,6	-	-	-
ott.	106,6	-1,3	-0,8	-0,1	-0,4	0,6	-0,3	-1,5	0,4	-4,1	-	-	-
nov.	106,3	-1,5	-1,2	-0,1	-0,5	0,6	-0,3	-1,5	0,3	-4,9	-	-	-
dic.	105,3	-2,6	-2,4	-0,4	-1,0	0,6	-0,4	-1,7	0,3	-8,3	-	-	-
2015 gen.	104,3	-3,4	-3,4	-0,7	-1,6	0,7	-0,9	-1,8	0,1	-10,2	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati IPD e fonti nazionali (tavola 4.2, col. 13).

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) Stime basate su dati nazionali provvisori (che coprono circa il 95 per cento dell'area dell'euro) e su informazioni preliminari sui prezzi energetici.

3) I dati si riferiscono agli Euro 19.

4) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. l'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

in perc. del totale	Deflatori del PIL ¹⁾								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni ²⁾	Importazioni ²⁾	Ponderati in base alle importazioni ³⁾			Ponderati in base all'utilizzo ³⁾				
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2012	102,4	1,3	1,6	1,9	0,8	1,4	1,9	2,5	86,6	-4,9	0,7	-7,6	-1,2	6,5	-6,9
2013	103,8	1,3	0,9	1,1	1,3	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-7,6	-12,0	-5,3	-6,9	-8,2	-5,8
2014	.	.	.	.	.	.	.	.	74,5	-6,4	-0,7	-9,1	-3,0	1,3	-6,6
2014 1° trim.	104,4	1,0	0,8	0,7	0,7	0,2	-1,0	-1,6	78,6	-12,3	-7,2	-14,7	-10,2	-5,2	-14,1
2° trim.	104,5	0,8	0,7	0,8	0,5	0,3	-0,8	-1,0	79,9	-5,8	-0,4	-8,6	-3,4	1,1	-7,4
3° trim.	104,7	0,8	0,7	0,6	0,9	0,4	-0,6	-0,9	78,0	-4,3	-1,1	-5,8	-1,0	0,4	-2,1
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	61,5	-2,4	6,7	-6,6	3,2	9,6	-2,0
2014 set.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,4	-4,3	0,0	-6,4	-0,5	1,4	-2,0
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,5	-2,3	4,4	-5,5	1,4	4,8	-1,4
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-2,6	6,6	-6,9	3,4	9,8	-1,9
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	-2,2	9,0	-7,5	5,0	14,2	-2,6
2015 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	1,7	14,3	-4,3	7,8	17,2	0,0
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,0	.	.	-2,1	.	.	2,2

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2012	2,7	8,1	1,9	-12,4	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,4	2,0	-1,7	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-0,9	0,8	-17,7	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 1° trim.	0,5	1,9	0,2	-18,0	22,8	49,8	53,8	50,2	48,7
2° trim.	-0,9	-0,5	0,1	-20,0	14,9	48,7	53,9	50,0	48,7
3° trim.	-0,7	-1,3	0,2	-17,0	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4
4° trim.	-2,1	-3,8	2,6	-15,6	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2014 set.	-1,9	-4,2	-0,6	-16,9	7,1	49,2	52,8	48,9	48,4
ott.	0,4	-5,6	1,6	-16,8	8,5	49,0	53,1	49,0	46,4
nov.	-1,5	-3,0	3,3	-14,9	8,9	49,0	52,7	48,8	47,1
dic.	-5,1	-2,9	2,8	-15,2	6,4	48,1	52,0	49,1	47,7
2015 gen.	-5,9	-3,1	-0,8	-17,0	-0,1	42,0	50,9	48,1	46,5
feb.	-5,5	0,5	1,6	-18,0	-3,4	44,7	52,4	48,6	47,6

Fonti: Commissione europea (Direzione generale Affari economici e finanziari) e Thomson Reuters (tavola 4.3, col. 9).

1) I dati si riferiscono agli Euro 19.

2) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

3) Ponderati in base alle importazioni: sulla base della composizione media delle importazioni nel biennio 2004-2006; ponderati in base all'utilizzo: sulla base della composizione media della domanda interna nel periodo 2004-2006.

4.5 Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale (indice: 2010 =100)		Per settore di attività									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2011	100,6	0,6	0,4	-0,1	2,2	0,0	-1,4	0,3	0,9	3,1	0,6	1,1
2012	102,5	1,9	3,4	2,1	2,7	2,6	0,2	-0,4	2,0	3,5	0,5	2,4
2013	103,9	1,4	-2,4	2,1	0,4	1,5	1,9	2,5	-2,5	1,1	1,6	2,3
2013 4° trim.	104,2	1,2	-4,0	0,3	-0,1	0,8	1,8	3,3	-2,6	0,6	2,7	2,0
2014 1° trim.	104,5	0,8	-3,8	1,0	-0,5	0,3	3,8	0,5	0,3	1,2	0,9	0,8
2° trim.	104,8	1,0	-3,2	1,7	0,1	0,4	3,6	0,6	0,2	2,2	0,8	1,6
3° trim.	105,2	1,1	-2,7	1,5	0,7	0,6	3,7	0,5	0,5	2,4	0,9	1,4
Redditi per occupato												
2011	102,1	2,1	3,5	2,9	3,1	1,7	2,4	2,2	2,0	2,9	1,3	1,4
2012	103,8	1,7	1,7	2,2	2,5	1,7	1,9	1,0	1,9	2,4	0,9	2,3
2013	105,6	1,7	1,2	2,7	1,5	1,5	1,1	2,4	-0,5	0,9	1,8	1,7
2013 4° trim.	106,4	2,0	-0,1	2,5	2,0	1,3	1,1	2,8	-1,2	0,8	2,8	2,5
2014 1° trim.	106,9	1,8	-0,1	2,7	3,3	1,8	2,7	1,1	0,6	1,6	1,5	1,5
2° trim.	107,0	1,4	0,7	2,1	1,9	1,2	1,8	2,0	0,9	1,3	1,3	1,2
3° trim.	107,4	1,3	1,7	1,9	1,1	1,0	1,8	1,7	1,6	1,7	1,3	0,7
Produttività del lavoro per occupato												
2011	101,5	1,5	3,0	3,0	0,8	1,7	3,8	1,9	1,2	-0,2	0,7	0,3
2012	101,3	-0,2	-1,6	0,2	-0,2	-0,9	1,7	1,4	-0,1	-1,1	0,4	-0,2
2013	101,6	0,3	3,7	0,6	1,1	-0,1	-0,8	-0,1	2,0	-0,1	0,2	-0,6
2013 4° trim.	102,1	0,8	4,1	2,1	2,1	0,6	-0,6	-0,5	1,4	0,2	0,1	0,4
2014 1° trim.	102,3	1,0	3,9	1,7	3,8	1,4	-1,1	0,5	0,2	0,4	0,5	0,7
2° trim.	102,1	0,4	4,1	0,4	1,8	0,8	-1,7	1,4	0,7	-0,8	0,4	-0,4
3° trim.	102,0	0,2	4,5	0,4	0,4	0,4	-1,9	1,1	1,0	-0,7	0,4	-0,7
Redditi per ora lavorata												
2011	101,8	1,8	2,5	1,9	3,3	1,6	2,2	1,6	2,3	2,7	1,1	1,4
2012	104,7	2,8	3,6	3,7	4,8	3,4	2,4	1,5	2,1	3,1	1,2	3,3
2013	107,0	2,2	1,4	2,5	2,6	2,1	1,1	2,8	0,8	1,8	2,1	2,1
2013 4° trim.	107,7	2,0	-0,5	1,6	2,0	1,6	0,6	2,8	0,7	1,2	3,0	2,4
2014 1° trim.	108,0	1,2	-0,6	1,0	1,9	1,5	2,2	0,7	0,9	1,7	1,0	1,0
2° trim.	108,4	1,5	1,6	1,9	2,2	1,4	1,9	2,4	2,1	1,4	1,1	1,5
3° trim.	108,7	1,3	2,2	1,5	1,3	1,1	1,5	1,9	1,6	1,5	1,3	1,0
Produttività per ora lavorata												
2011	101,4	1,4	3,1	2,2	0,8	1,8	3,8	1,4	1,4	-0,3	0,4	0,3
2012	102,3	0,9	-0,6	1,5	1,8	0,5	2,2	1,9	1,0	-0,3	0,7	0,7
2013	103,0	0,7	3,0	0,6	1,9	0,5	-0,8	0,2	3,1	0,5	0,5	-0,1
2013 4° trim.	103,3	0,7	2,8	1,3	2,1	0,7	-1,4	-0,6	2,8	0,6	0,3	0,4
2014 1° trim.	103,4	0,4	2,7	0,1	2,4	1,1	-1,4	0,0	0,5	0,5	0,0	0,4
2° trim.	103,6	0,6	3,5	0,4	2,1	1,0	-1,7	1,7	1,3	-0,3	0,3	0,2
3° trim.	103,4	0,3	3,6	0,1	0,8	0,5	-2,0	1,4	1,7	-0,3	0,5	-0,2

4.6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2008 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ²⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7
2012	108,9	2,0	2,0	2,0	2,4	1,2	2,2
2013	110,3	1,3	1,5	0,8	1,2	1,6	1,8
2014	.	.	.	.	.	.	1,8
2014 1° trim.	103,7	0,7	1,1	-0,6	0,7	0,5	1,9
2° trim.	115,7	1,4	1,4	1,3	1,6	1,1	1,8
3° trim.	108,6	1,3	1,4	1,2	1,2	1,5	1,7
4° trim.	.	.	.	.	.	.	1,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 19.

2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5. MONETA E CREDITO

5.1 Aggregati monetari¹⁾

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

	M3											12
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				7	8	9	10	11	
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	3	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	6							Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni
1	2	4		5								
	Consistenze											
2012	863,4	4.244,0	5.107,5	1.803,3	2.081,5	3.884,8	8.992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9.780,9
2013	908,8	4.482,6	5.391,4	1.691,2	2.123,2	3.814,4	9.205,8	120,0	417,7	86,5	624,3	9.830,0
2014	967,3	4.948,5	5.915,9	1.602,0	2.129,7	3.731,7	9.647,6	122,2	430,4	130,0	682,6	10.330,2
2014 1° trim.	924,8	4.563,3	5.488,0	1.667,7	2.125,3	3.793,1	9.281,1	117,1	403,2	84,8	605,1	9.886,2
2° trim.	931,5	4.627,3	5.558,9	1.671,1	2.131,2	3.802,3	9.361,2	129,7	396,9	75,8	602,4	9.963,6
3° trim.	948,2	4.745,2	5.693,4	1.647,5	2.136,6	3.784,1	9.477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10.087,8
4° trim.	967,3	4.948,5	5.915,9	1.602,0	2.129,7	3.731,7	9.647,6	122,2	430,4	130,0	682,6	10.330,2
2014 ago.	943,3	4.713,3	5.656,6	1.658,2	2.134,2	3.792,3	9.448,9	128,5	404,1	74,1	606,7	10.055,6
set.	948,2	4.745,2	5.693,4	1.647,5	2.136,6	3.784,1	9.477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10.087,8
ott.	949,5	4.794,0	5.743,5	1.625,7	2.132,5	3.758,2	9.501,7	130,3	432,4	67,0	629,7	10.131,4
nov.	956,5	4.858,0	5.814,5	1.619,3	2.138,4	3.757,7	9.572,2	128,2	434,6	71,6	634,4	10.206,7
dic.	967,3	4.948,5	5.915,9	1.602,0	2.129,7	3.731,7	9.647,6	122,2	430,4	130,0	682,6	10.330,2
2015 gen. ^(p)	984,8	5.057,5	6.042,3	1.579,2	2.121,7	3.700,9	9.743,3	120,5	438,6	136,1	695,1	10.438,4
	Transazioni											
2012	20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,7	332,8
2013	45,3	245,8	291,1	-111,1	43,9	-67,2	223,9	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,3
2014	58,0	370,0	427,9	-96,0	3,7	-92,4	335,6	0,8	7,2	26,2	34,2	369,7
2014 1° trim.	15,4	73,4	88,8	-26,2	1,7	-24,5	64,3	-3,0	-6,9	-1,3	-11,2	53,1
2° trim.	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,1	76,6	12,4	-6,0	-5,8	0,5	77,1
3° trim.	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	8,9	2,8	3,5	107,3
4° trim.	19,1	125,8	144,9	-45,0	-9,0	-54,0	90,9	-0,5	11,3	30,5	41,3	132,2
2014 ago.	7,0	42,0	48,9	-12,0	2,4	-9,6	39,3	-0,2	-4,8	4,0	-1,0	38,3
set.	4,9	25,4	30,3	-12,4	2,3	-10,1	20,2	-6,6	1,5	4,3	-0,8	19,4
ott.	1,3	48,3	49,6	-21,3	-4,5	-25,8	23,8	7,9	13,4	-2,0	19,3	43,0
nov.	7,0	64,2	71,3	-6,2	5,9	-0,4	70,9	-2,1	2,3	4,4	4,6	75,5
dic.	10,8	13,3	24,1	-17,4	-10,3	-27,8	-3,7	-6,4	-4,4	28,1	17,4	13,7
2015 gen. ^(p)	16,4	83,8	100,1	-33,7	-7,4	-41,1	59,0	-2,4	6,6	10,0	14,2	73,2
	Variazioni percentuali											
2012	2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	37,5	5,5	3,8
2014 1° trim.	6,5	5,5	5,6	-6,5	1,1	-2,4	2,2	-9,9	-10,3	-27,6	-13,5	1,0
2° trim.	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,1	-8,2	-25,8	-8,8	1,6
3° trim.	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
4° trim.	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	37,5	5,5	3,8
2014 ago.	5,8	5,9	5,8	-4,2	0,4	-1,7	2,7	5,8	-5,3	-25,7	-6,7	2,0
set.	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
ott.	5,6	6,3	6,2	-4,9	0,2	-2,1	2,7	9,9	1,0	-21,8	-1,1	2,5
nov.	5,9	7,1	6,9	-4,5	0,4	-1,8	3,3	6,8	2,6	-16,1	0,2	3,1
dic.	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	37,5	5,5	3,8
2015 gen. ^(p)	7,7	9,2	9,0	-6,8	-0,1	-3,1	4,0	-3,9	0,1	44,3	4,6	4,1

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

5.2 Depositi di M3¹⁾

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2012	1.618,7	1.112,8	406,9	88,1	10,8	5.308,6	2.360,4	977,3	1.960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1.710,6	1.198,6	400,8	94,7	16,5	5.414,0	2.542,6	875,7	1.991,2	4,5	801,0	192,8	298,6
2014	1.817,6	1.332,9	368,7	96,5	19,5	5.558,7	2.754,8	810,9	1.990,1	2,8	881,3	217,9	326,9
2014 1° trim.	1.732,1	1.223,8	398,2	95,2	15,0	5.442,6	2.583,8	864,5	1.988,6	5,7	779,8	205,7	313,3
2° trim.	1.751,9	1.244,6	394,7	97,3	15,3	5.481,4	2.623,1	859,8	1.994,0	4,5	801,1	210,3	314,6
3° trim.	1.789,5	1.283,8	391,1	99,2	15,4	5.531,9	2.686,9	845,1	1.995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
4° trim.	1.817,6	1.332,9	368,7	96,5	19,5	5.558,7	2.754,8	810,9	1.990,1	2,8	881,3	217,9	326,9
2014 ago.	1.778,9	1.270,2	394,8	98,5	15,4	5.513,4	2.664,4	850,0	1.994,2	4,9	800,9	216,7	324,2
set.	1.789,5	1.283,8	391,1	99,2	15,4	5.531,9	2.686,9	845,1	1.995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
ott.	1.790,5	1.297,4	379,3	100,3	13,5	5.531,9	2.700,0	836,4	1.990,8	4,7	827,4	211,0	321,7
nov.	1.816,1	1.320,0	382,1	100,9	13,1	5.552,5	2.730,6	827,2	1.990,1	4,8	839,4	211,3	324,5
dic.	1.817,6	1.332,9	368,7	96,5	19,5	5.558,7	2.754,8	810,9	1.990,1	2,8	881,3	217,9	326,9
2015 gen. (p)	1.854,3	1.379,5	366,8	96,6	11,4	5.567,6	2.787,7	795,4	1.980,1	4,4	884,3	227,5	345,2
Transazioni													
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-17,4	-14,2	-8,5
2014	68,6	90,3	-25,5	1,2	2,5	142,3	210,5	-65,4	-1,2	-1,7	44,5	5,5	17,6
2014 1° trim.	17,2	21,6	-3,3	0,4	-1,5	25,5	39,1	-11,8	-2,9	1,1	-22,2	12,3	13,1
2° trim.	14,8	18,7	-4,3	0,3	0,2	41,4	40,4	-4,9	7,1	-1,2	20,5	4,6	0,9
3° trim.	29,6	33,6	-5,7	1,9	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-8,3	-2,3	12,6
4° trim.	7,0	16,4	-12,1	-1,4	4,0	27,9	69,1	-32,8	-6,4	-2,0	54,4	-9,0	-9,0
2014 ago.	12,7	12,9	-2,1	0,3	1,6	17,5	21,7	-5,7	1,6	-0,1	-5,0	1,1	5,9
set.	6,4	10,8	-4,8	0,7	-0,3	16,6	21,5	-5,7	0,9	0,0	-8,9	-8,5	3,1
ott.	0,9	13,4	-11,6	1,0	-1,9	-0,1	13,1	-8,6	-4,3	-0,2	32,4	2,6	-5,5
nov.	25,8	22,9	2,8	0,5	-0,4	20,9	30,7	-9,2	-0,7	0,1	12,4	0,3	2,4
dic.	-19,7	-19,9	-3,3	-2,8	6,3	7,1	25,3	-14,9	-1,4	-1,9	9,6	-11,9	-6,0
2015 gen. (p)	24,1	36,3	-3,9	0,0	-8,3	-3,6	25,0	-20,9	-9,3	1,6	-6,6	8,8	17,6
Variazioni percentuali													
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,2	-6,9	-2,8
2014	4,0	7,5	-6,3	1,2	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,4	3,0	5,9
2014 1° trim.	5,7	8,0	-1,3	5,6	24,0	1,6	7,2	-10,0	0,6	-31,0	-5,7	-4,3	2,3
2° trim.	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,4	1,7	-0,3
3° trim.	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
4° trim.	4,0	7,5	-6,3	1,2	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,4	3,0	5,9
2014 ago.	6,0	8,4	-1,4	3,4	33,2	2,0	7,0	-7,4	0,2	-23,3	-3,2	5,5	2,6
set.	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
ott.	4,9	8,5	-5,5	2,8	12,0	2,1	6,9	-6,8	0,1	-18,5	0,4	3,4	2,2
nov.	5,2	8,8	-5,3	3,3	17,4	2,4	7,5	-7,1	0,2	-14,7	3,5	4,0	1,1
dic.	4,0	7,5	-6,3	1,2	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,4	3,0	5,9
2015 gen. (p)	4,7	9,8	-8,0	1,5	-34,7	2,5	8,6	-9,2	-0,2	-8,7	6,1	0,2	9,2

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci dell'IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle istituzioni finanziarie monetarie, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.

3) Include le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

4) Si riferisce al settore delle amministrazioni pubbliche, escluse le amministrazioni centrali.

5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					Totale	Corretto per cessazioni e cartolarizzazioni ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione			A imprese di assicurazione e fondi pensione
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2012	3.410,8	1.169,3	2.241,5	13.069,5	10.860,0	-	4.544,6	5.242,3	984,3	89,0	1.435,9	773,6
2013	3.407,5	1.096,3	2.311,2	12.709,4	10.546,4	-	4.354,1	5.221,4	872,6	98,3	1.363,9	799,1
2014	3.602,2	1.129,9	2.472,3	12.582,1	10.515,6	-	4.284,2	5.200,0	903,3	128,1	1.291,3	775,2
2014 1° trim.	3.454,0	1.113,0	2.341,0	12.661,6	10.531,2	-	4.337,6	5.232,2	860,6	100,7	1.329,9	800,5
2° trim.	3.447,9	1.101,7	2.346,2	12.588,1	10.464,7	-	4.306,3	5.191,0	868,5	99,0	1.317,3	806,1
3° trim.	3.508,9	1.102,3	2.406,7	12.561,6	10.444,7	-	4.288,1	5.194,6	858,7	103,3	1.307,0	809,8
4° trim.	3.602,2	1.129,9	2.472,3	12.582,1	10.515,6	-	4.284,2	5.200,0	903,3	128,1	1.291,3	775,2
2014 ago.	3.500,5	1.105,4	2.395,0	12.560,7	10.435,0	-	4.290,6	5.191,5	855,1	97,8	1.314,4	811,3
set.	3.508,9	1.102,3	2.406,7	12.561,6	10.444,7	-	4.288,1	5.194,6	858,7	103,3	1.307,0	809,8
ott.	3.523,4	1.097,3	2.426,2	12.543,8	10.431,5	-	4.277,4	5.197,3	853,9	102,9	1.301,0	811,3
nov.	3.538,3	1.108,8	2.429,4	12.533,4	10.431,0	-	4.271,4	5.194,8	857,5	107,4	1.291,8	810,5
dic.	3.602,2	1.129,9	2.472,3	12.582,1	10.515,6	-	4.284,2	5.200,0	903,3	128,1	1.291,3	775,2
2015 gen. ^(p)	3.648,6	1.149,8	2.498,8	12.654,8	10.584,7	-	4.299,6	5.222,6	923,7	138,9	1.294,2	775,9
Transazioni												
2012	185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5
2013	-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6
2014	66,3	16,1	50,2	-87,1	-51,4	17,7	-59,4	-14,7	11,2	11,6	-71,2	35,5
2014 1° trim.	13,0	15,2	-2,2	-40,3	-16,2	-13,4	-25,9	7,1	0,1	2,5	-26,8	2,7
2° trim.	-27,6	-10,3	-17,3	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,4	9,7
3° trim.	41,1	-1,4	42,5	-19,0	-10,6	-10,9	-18,6	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
4° trim.	39,7	12,6	27,1	22,3	22,8	32,9	3,8	5,4	7,0	6,6	-17,9	17,4
2014 ago.	20,5	-1,4	21,9	-10,5	-3,0	-2,4	-3,5	3,2	1,6	-4,3	-7,3	-0,2
set.	5,5	-3,5	9,0	-5,0	7,4	7,8	-3,7	3,8	1,9	5,5	-10,0	-2,5
ott.	18,7	-6,3	25,0	-6,1	-3,7	-1,5	-2,5	4,2	-5,0	-0,4	-7,0	4,6
nov.	4,6	11,2	-6,6	-13,8	2,6	10,0	-4,0	-1,3	3,4	4,5	-10,7	-5,7
dic.	16,4	7,7	8,7	42,1	23,9	24,5	10,3	2,5	8,6	2,5	-0,2	18,4
2015 gen. ^(p)	33,0	13,8	19,3	16,2	22,9	24,4	-4,2	4,3	12,3	10,5	3,5	-10,2
Variazioni percentuali												
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9
2014	1,9	1,5	2,1	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-5,2	4,4
2014 1° trim.	-0,9	-3,1	0,2	-2,5	-2,2	-2,0	-3,1	-0,1	-10,8	9,0	-6,7	1,0
2° trim.	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	0,5
3° trim.	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,7
4° trim.	1,9	1,5	2,1	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-5,2	4,4
2014 ago.	-1,2	-0,7	-1,4	-1,9	-1,5	-0,9	-2,2	-0,5	-3,8	0,3	-7,9	2,6
set.	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,7
ott.	-0,2	-1,4	0,4	-1,6	-1,1	-0,5	-1,9	-0,4	-2,4	5,8	-7,9	2,5
nov.	0,8	0,6	0,9	-1,4	-0,9	-0,2	-1,7	-0,4	-1,0	8,0	-7,2	2,5
dic.	1,9	1,5	2,1	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-5,2	4,4
2015 gen. ^(p)	2,1	1,6	2,4	-0,5	-0,1	0,5	-1,2	-0,2	3,0	19,4	-5,0	3,2

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) Correzione effettuata per la cancellazione dei prestiti dal bilancio delle FMI a causa della loro cessione o cartolarizzazione.

3) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci dell'IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle istituzioni finanziarie monetarie, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.

4) Include le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro¹⁾

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾	Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale	Corretto per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1		2	3	4	5		6	7	8	9	10
Consistenze										
2012	4.544,6	-	1.127,9	795,6	2.621,0	5.242,3	-	602,0	3.823,6	816,7
2013	4.354,1	-	1.065,6	740,8	2.547,8	5.221,4	-	573,5	3.851,5	796,4
2014	4.284,2	-	1.082,7	725,8	2.475,7	5.200,0	-	562,2	3.860,2	777,6
2014 1° trim.	4.337,6	-	1.056,9	732,8	2.548,0	5.232,2	-	572,3	3.864,2	795,7
2° trim.	4.306,3	-	1.058,1	734,1	2.514,1	5.191,0	-	570,3	3.832,2	788,5
3° trim.	4.288,1	-	1.056,5	726,1	2.505,4	5.194,6	-	567,1	3.843,7	783,8
4° trim.	4.284,2	-	1.082,7	725,8	2.475,7	5.200,0	-	562,2	3.860,2	777,6
2014 ago.	4.290,6	-	1.049,4	730,1	2.511,0	5.191,5	-	566,8	3.840,7	784,0
set.	4.288,1	-	1.056,5	726,1	2.505,4	5.194,6	-	567,1	3.843,7	783,8
ott.	4.277,4	-	1.053,1	723,9	2.500,5	5.197,3	-	568,8	3.847,9	780,6
nov.	4.271,4	-	1.040,1	734,1	2.497,1	5.194,8	-	566,8	3.848,2	779,8
dic.	4.284,2	-	1.082,7	725,8	2.475,7	5.200,0	-	562,2	3.860,2	777,6
2015 gen. ^(p)	4.299,6	-	1.086,8	736,5	2.476,2	5.222,6	-	566,2	3.876,4	780,0
Transazioni										
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1
2014	-59,4	-46,5	-13,1	0,9	-47,3	-14,7	41,0	-5,4	-3,1	-6,3
2014 1° trim.	-25,9	-24,8	-6,6	-6,3	-13,0	7,1	8,5	0,0	7,4	-0,3
2° trim.	-18,7	-7,6	3,3	6,0	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-33,1	-0,3
3° trim.	-18,6	-20,1	-3,1	-7,0	-8,5	8,2	9,6	1,2	13,1	-6,1
4° trim.	3,8	6,0	-6,7	8,2	2,3	5,4	13,7	-4,6	9,5	0,4
2014 ago.	-3,5	-3,1	-2,0	-1,1	-0,3	3,2	3,3	-1,2	1,6	2,8
set.	-3,7	-4,0	6,2	-3,9	-6,0	3,8	4,3	1,7	5,2	-3,0
ott.	-2,5	-1,8	-1,8	-0,9	0,2	4,2	5,6	1,9	3,9	-1,6
nov.	-4,0	-2,7	-12,6	10,7	-2,1	-1,3	4,7	-1,5	0,0	0,2
dic.	10,3	10,5	7,6	-1,6	4,2	2,5	3,4	-4,9	5,6	1,9
2015 gen. ^(p)	-4,2	-3,6	-4,4	4,7	-4,5	4,3	5,1	-0,1	4,0	0,4
Variazioni percentuali										
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,9	-0,1	-0,8
2014 1° trim.	-3,1	-3,1	-5,0	-5,0	-1,6	-0,1	0,4	-1,9	0,5	-1,5
2° trim.	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,0
3° trim.	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
4° trim.	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,9	-0,1	-0,8
2014 ago.	-2,2	-2,0	-2,2	-3,6	-1,7	-0,5	0,5	-1,6	-0,1	-1,3
set.	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
ott.	-1,9	-1,6	-1,0	-3,4	-1,7	-0,4	0,6	0,1	-0,2	-1,7
nov.	-1,7	-1,4	-1,5	-1,8	-1,7	-0,4	0,7	0,1	-0,3	-1,3
dic.	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,9	-0,1	-0,8
2015 gen. ^(p)	-1,2	-0,9	-1,0	1,1	-2,0	-0,2	0,9	-0,9	0,0	-0,6

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
- 2) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.
- 3) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci dell'IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle istituzioni finanziarie monetarie, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.
- 4) Correzione effettuata per la cancellazione dei prestiti dal bilancio delle FMI a causa della loro cessione o cartolarizzazione.

5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro¹⁾

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; consistenze in essere e variazioni percentuali a fine periodo; transazioni durante il periodo)

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenuti dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze in essere										
2012	305,4	7.570,1	2.395,9	106,0	2.680,8	2.387,4	1.029,8	146,4	260,8	201,2
2013	260,2	7.305,0	2.373,3	91,5	2.506,3	2.333,9	1.153,9	124,5	183,8	122,1
2014	263,4	7.182,1	2.252,4	92,0	2.375,1	2.462,7	1.406,7	184,7	184,5	139,8
2014 1° trim.	260,9	7.343,1	2.355,5	91,1	2.472,5	2.423,9	1.256,1	118,5	177,0	116,7
2° trim.	270,3	7.295,1	2.301,8	90,1	2.455,1	2.448,2	1.357,6	135,3	171,3	119,0
3° trim.	249,7	7.332,2	2.278,6	92,4	2.457,0	2.504,1	1.419,5	179,8	163,6	121,7
4° trim.	263,4	7.182,1	2.252,4	92,0	2.375,1	2.462,7	1.406,7	184,7	184,5	139,8
2014 ago.	266,2	7.317,9	2.289,8	91,9	2.448,4	2.487,8	1.416,5	162,1	172,0	116,9
set.	249,7	7.332,2	2.278,6	92,4	2.457,0	2.504,1	1.419,5	179,8	163,6	121,7
ott.	254,3	7.270,2	2.264,8	91,8	2.420,2	2.493,4	1.418,0	170,6	183,1	121,1
nov.	256,4	7.262,5	2.258,4	91,0	2.404,7	2.508,5	1.466,6	187,3	184,4	130,8
dic.	263,4	7.182,1	2.252,4	92,0	2.375,1	2.462,7	1.406,7	184,7	184,5	139,8
2015 gen. ^(p)	305,0	7.290,3	2.237,9	92,7	2.403,0	2.556,8	1.507,8	222,4	202,9	131,3
Transazioni										
2012	-4,9	-115,3	-156,3	-10,2	-106,4	157,6	99,4	28,8	9,4	41,5
2013	-46,0	-88,8	-18,6	-14,3	-137,6	81,6	359,2	-64,7	32,2	43,9
2014	-3,3	-169,4	-120,5	1,8	-154,2	103,5	230,7	-12,9	0,7	17,7
2014 1° trim.	0,1	1,4	-11,7	-0,4	-33,1	46,6	88,0	-6,1	-6,7	-5,4
2° trim.	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,5	83,4	15,7	-5,8	2,3
3° trim.	-20,9	-3,1	-28,3	2,3	-28,5	51,5	27,8	33,4	-7,7	2,6
4° trim.	8,0	-102,6	-25,8	1,0	-76,7	-1,0	31,5	-55,9	20,9	18,1
2014 ago.	-6,1	1,5	-4,5	1,1	-5,5	10,4	-0,9	24,7	2,2	-4,1
set.	-16,9	-2,1	-13,7	0,6	-12,4	23,4	-6,8	6,8	-8,4	4,7
ott.	2,3	-32,4	-12,4	-0,6	-29,6	10,2	13,9	-13,5	19,5	-0,5
nov.	2,1	-19,6	-6,4	-0,8	-13,6	1,3	47,8	19,4	1,3	9,6
dic.	3,6	-50,7	-7,0	2,4	-33,5	-12,5	-30,1	-61,8	0,1	9,0
2015 gen. ^(p)	39,4	-26,5	-19,5	-0,3	-12,5	5,8	5,8	31,1	18,4	-8,5
Variazioni percentuali										
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,0	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,5	-	-	10,3	23,5
2014	-1,3	-2,3	-5,1	2,0	-6,1	4,3	-	-	0,4	14,5
2014 1° trim.	-12,1	-1,0	-1,7	-9,6	-4,6	3,9	-	-	-12,9	-0,9
2° trim.	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,6	-	-	-23,8	-4,5
3° trim.	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
4° trim.	-1,3	-2,3	-5,1	2,0	-6,1	4,3	-	-	0,4	14,5
2014 ago.	-6,0	-1,1	-4,2	-2,9	-2,3	3,2	-	-	-11,4	-0,9
set.	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
ott.	-4,6	-1,7	-5,4	-0,9	-4,4	4,7	-	-	-3,1	2,1
nov.	-1,7	-1,9	-5,5	-1,1	-4,8	4,8	-	-	-4,4	-6,6
dic.	-1,3	-2,3	-5,1	2,0	-6,1	4,3	-	-	0,4	14,5
2015 gen. ^(p)	23,4	-2,6	-5,7	2,4	-5,9	3,8	-	-	22,1	26,4

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
- 2) Comprende i depositi presso il settore delle IFM e i titoli emessi dal settore delle IFM detenuti dalle amministrazioni centrali.
- 3) Dati non destagionalizzati.

6. ANDAMENTI DELLA FINANZA PUBBLICA

6.1 Disavanzo/avanzo, entrate e spese ¹⁾²⁾

(in percentuale del PIL; flussi in un periodo di un anno)

	Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Entrate						Spese						
		Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
			Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Pagamenti sociali ³⁾			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2010	-5,8	44,3	44,0	11,4	12,6	15,1	0,2	50,1	44,9	10,7	5,4	2,7	23,4	5,2
2011	-3,8	44,8	44,5	11,7	12,8	15,1	0,2	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,1	4,3
2012	-3,3	45,7	45,5	12,2	13,0	15,3	0,2	49,1	44,6	10,3	5,3	3,0	23,4	4,5
2013	-2,5	46,4	46,1	12,5	13,1	15,5	0,3	48,9	44,9	10,4	5,3	2,8	23,8	4,1
2014 2° trim.	-2,6	46,6	46,1	12,5	13,0	15,5	0,5	49,2	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,8
3° trim.	-2,5	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,4	49,1	45,3	10,3	5,3	2,7	23,1	3,7

6.2 Rapporto debito pubblico/PIL ¹⁾

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore			Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta	
		Bancnote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
														IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2010	83,6	2,4	15,5	65,6	40,5	23,9	43,1	12,7	70,9	20,7	28,6	34,3	82,3	1,3
2011	85,5	2,4	15,5	67,5	42,4	24,1	43,1	12,2	73,2	20,3	29,6	35,5	83,7	1,8
2012	88,7	2,5	17,4	68,8	45,1	26,0	43,6	11,5	77,3	19,5	31,4	37,8	86,6	2,2
2013	90,7	2,5	16,9	71,3	45,7	26,0	45,0	10,4	80,3	19,3	32,0	39,4	88,7	2,0
2014 2° trim.	92,7	2,6	16,6	73,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	92,1	2,6	16,5	73,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

6.3 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti ¹⁾

(in percentuale del PIL; flussi in un periodo di un anno)

	Variazione del rapporto debito/ PIL ⁴⁾	Disavanzo (+)/ avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito ⁵⁾								Differenziale crescita del PIL - onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Bancnote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	5,3	3,4	1,3	1,7	0,0	0,5	0,9	0,2	-0,1	-0,3	0,6	7,5
2011	1,9	1,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,8	3,9
2012	3,3	0,6	0,1	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,5	5,1
2013	2,0	0,1	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,4	2,1	2,8
2014 2° trim.	1,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,1	-0,2	1,3	2,5
3° trim.	1,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,2	0,2	1,2	2,7

Fonti: BCE per i dati annuali, Eurostat per quelli trimestrali.

- 1) Rapporti trimestrali (in percentuale del PIL) calcolati utilizzando somme cumulate di quattro trimestri per i flussi e per il PIL. Valori a fine trimestre per le consistenze.
- 2) Le transazioni relative al bilancio dell'UE sono incluse e consolidate nei dati annuali.
- 3) I trasferimenti correnti a istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie sono inclusi nei dati annuali.
- 4) Calcolato come differenza fra il rapporto debito/PIL corrente rispetto a quello del periodo precedente, ovvero quello di un anno prima per i dati annuali e quello del trimestre corrispondente nell'anno precedente per i dati trimestrali.
- 5) I dati trimestrali includono i prestiti intergovernativi nell'ambito della crisi finanziaria.

6.4 Titoli del debito pubblico¹⁾

(servizio del debito in percentuale del PIL; vita residua media in anni; rendimento nominale medio in percentuali in ragione d'anno)

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale ⁵⁾		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	A tasso variabile		Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi		
								Scadenze fino a 1 anno	Scadenze fino a 1 anno				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,3	1,8
2014	16,2	14,1	5,2	2,1	0,5	6,4	3,1	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2014 2° trim.	16,9	14,7	5,5	2,1	0,5	6,4	3,3	1,6	0,6	3,6	2,8	1,1	1,6
3° trim.	17,6	15,5	5,8	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
2014 ago.	17,9	15,8	6,1	2,1	0,5	6,3	3,2	1,5	0,5	3,6	2,8	1,0	1,7
set.	17,6	15,5	5,8	2,1	0,5	6,3	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
ott.	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,1	1,5	0,4	3,5	2,8	0,9	1,7
nov.	16,3	14,2	5,0	2,1	0,5	6,4	3,1	1,5	0,4	3,5	2,8	0,8	1,7
dic.	16,2	14,1	5,2	2,1	0,5	6,4	3,1	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2015 gen.	15,7	13,7	5,1	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,7

6.5 Andamenti delle finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro⁶⁾

(in percentuale del PIL; flussi durante un periodo di 1 anno e consistenze in essere a fine periodo)

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Disavanzo(-)/avanzo (+) pubblico										
2010	-4,0	-4,1	0,2	-32,4	-11,1	-9,4	-6,8	-4,2	-4,8	
2011	-3,9	-0,9	1,0	-12,6	-10,1	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8	
2012	-4,1	0,1	-0,3	-8,0	-8,6	-10,3	-4,9	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	0,1	-0,5	-5,7	-12,2	-6,8	-4,1	-2,8	-4,9	
2014 2° trim.	-3,2	0,5	-0,3	-5,3	-2,9	-6,3	-4,2	-3,0	-4,1	
3° trim.	-3,0	0,7	-0,2	-4,7	-2,2	-5,8	-4,4	-3,1	-2,3	
Debito pubblico										
2010	99,6	80,3	6,5	87,4	146,0	60,1	81,5	115,3	56,5	
2011	102,1	77,6	6,0	111,1	171,3	69,2	85,0	116,4	66,0	
2012	104,0	79,0	9,7	121,7	156,9	84,4	89,2	122,2	79,5	
2013	104,5	76,9	10,1	123,3	174,9	92,1	92,2	127,9	102,2	
2014 2° trim.	108,8	75,3	10,5	117,0	177,5	96,4	95,2	133,8	109,8	
3° trim.	108,2	74,8	10,5	114,8	176,0	96,8	95,3	131,8	104,7	
	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Disavanzo(-)/avanzo (+) pubblico										
2010	-8,2	-6,9	-0,6	-3,3	-5,0	-4,5	-11,2	-5,7	-7,5	-2,6
2011	-3,4	-9,0	0,3	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,2	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,2	0,1	-3,7	-4,0	-2,3	-5,5	-3,7	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,6	-2,7	-2,3	-1,5	-4,9	-14,6	-2,6	-2,4
2014 2° trim.	0,1	-1,1	0,5	-3,3	-3,0	-1,5	-4,8	-12,7	-2,8	-2,7
3° trim.	0,0	-0,6	0,7	-2,5	-2,7	-1,5	-4,3	-13,0	-3,1	-2,7
Debito pubblico										
2010	46,8	36,3	19,6	67,6	59,0	82,4	96,2	37,9	41,1	47,1
2011	42,7	37,3	18,5	69,8	61,3	82,1	111,1	46,2	43,5	48,5
2012	40,9	39,9	21,4	67,9	66,5	81,7	124,8	53,4	52,1	53,0
2013	38,2	39,0	23,6	69,8	68,6	81,2	128,0	70,4	54,6	56,0
2014 2° trim.	41,0	38,7	23,2	74,6	69,6	82,3	129,5	78,3	55,6	58,9
3° trim.	40,4	38,3	22,9	71,9	69,0	80,7	131,4	78,1	55,4	58,1

Fonti: BCE per i titoli di debito pubblico; Eurostat per avanzo/disavanzo pubblico e debito pubblico.

1) I dati sui titoli di debito pubblico sono registrati al valore facciale e non sono consolidati all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche.

2) Flussi di capitale e interesse durante il periodo di servizio del debito.

3) Vita residua a fine periodo.

4) Consistenze in essere a fine periodo; transazioni come medie di dodici mesi.

5) Le consistenze di capitale non coprono i titoli a breve termine emessi e rimborsati nei 12 mesi successivi all'emissione.

6) Rapporti trimestrali (in percentuale del PIL) calcolati utilizzando somme cumulate di quattro trimestri per i flussi e per il PIL. Valori a fine trimestre per le consistenze.

